

Ekonomia

# Stabilność międzynarodowego systemu walutowego

Problemy i kierunki reformy

Joanna Bogotębska



# **Stabilność międzynarodowego systemu walutowego**

Problemy i kierunki reformy



WYDAWNICTWO  
UNIWERSYTETU  
ŁÓDZKIEGO

Ekonomia

# **Stabilność międzynarodowego systemu walutowego**

Problemy i kierunki reformy

Joanna Bogotębska

Joanna Bogołębska – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
Instytut Gospodarki Międzynarodowej, Katedra Biznesu i Handlu Międzynarodowego  
90-255 Łódź, ul. POW 3/5

RECENZENT

*Sylvia Pangszy-Kania*

REDAKTOR INICJUJĄCY

*Beata Koźniewska*

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

*Aleksandra Kielczykowska*

SKŁAD I ŁAMANIE

*Munda – Maciej Torz*

KOREKTA TECHNICZNA

*Leonora Gralka*

PROJEKT OKŁADKI

*Agencja Reklamowa efectoro.pl*

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/ISergey

© Copyright by Joanna Bogołębska, Łódź 2020

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2020

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego  
Wydanie I. W.09450.19.0.M

Ark. wyd. 9,5; ark. druk. 10,125

ISBN 978-83-8220-103-1

e-ISBN 978-83-8220-104-8

<https://doi.org/10.18778/8220-103-1>

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego  
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8  
[www.wydawnictwo.uni.lodz.pl](http://www.wydawnictwo.uni.lodz.pl)  
e-mail: [ksiegarnia@uni.lodz.pl](mailto:ksiegarnia@uni.lodz.pl)  
tel. 42 665 58 63

# Spis treści

Wstęp	9
Rozdział I	
<b>Pojęcie stabilności międzynarodowego systemu walutowego. Źródła i symptomy niestabilności</b>	<b>13</b>
1. Ewolucja pojęcia międzynarodowego systemu walutowego i jego funkcji	13
2. Pojęcie stabilności msw	16
2.1. Stabilność finansowa – zakres i różnorodność pojęcia	16
2.2. Sprawność msw	17
3. Źródła niestabilności msw	18
3.1. Czynniki zwiększające niestabilność msw (msf)	18
3.2. Systemowe źródła niestabilności msw	19
3.2.1. Centralna rola USD w systemie	19
3.2.2. Asymetria dostosowawcza	26
3.3. Niesystemowe źródła niestabilności msw	28
4. Symptomy niestabilności współczesnego msw	32
4.1. Zmienność przepływów kapitałowych	32
4.2. Akumulacja rezerw walutowych	33
4.2.1. Motywy, poziom i dynamika akumulacji rezerw walutowych	33
4.2.2. Implikacje polityki akumulacji rezerw walutowych	36
4.3. Nierównowagi globalne	40
4.3.1. Pojęcie nierównowag globalnych	40
4.3.2. Kształtowanie się nierównowag globalnych	42
5. Paradoks Triffina II	47
Rozdział II	
<b>Kreacja płynności międzynarodowej</b>	<b>51</b>
1. Ewolucja pojęcia i źródła płynności międzynarodowej	51
2. Uwarunkowania podaży płynności międzynarodowej i jej zmienność	54
3. Waluta międzynarodowa	55

## 6 Spis treści

3.1. Ewolucja pojęcia waluty międzynarodowej i percepcji procesów internacjonalizacji	55
3.2. Waluty międzynarodowe we współczesnym systemie wielodewizowym	60
3.3. SDR w roli waluty międzynarodowej	66
4. Aktywa bezpieczne	68
4.1. Pojęcie i uwarunkowania podaży aktywów bezpiecznych	68
4.2. Niedobór aktywów bezpiecznych a stabilność msw i msf	73
5. Kierunki reformy globalnego systemu rezerwowego	76
5.1. Alternatywne rozwiązania dotyczące podaży waluty międzynarodowej	76
5.2. System prawdziwie wielodewizowy	78
5.3. Kreacja ponadnarodowej waluty papierowej	80
5.4. System oparty na SDR	81

### Rozdział III

## **Globalna Sieć Bezpieczeństwa Finansowego (GFSN) jako mechanizm stabilizowania międzynarodowego systemu walutowego i finansowego. Alokacja płynności międzynarodowej w zarządzaniu kryzysami płynnościowymi** 87

1. Zasadność i uwarunkowania budowy sprawnego systemu alokacji płynności międzynarodowej	87
2. GFSN i jej elementy	89
3. Koncepcja międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji (ILOLR) – ewolucja pojęcia i dylematy realizacji funkcji	94
4. Instrumenty alokacji płynności międzynarodowej	98
4.1. Rola regionalnych porozumień finansowych w alokacji płynności	98
4.2. Linie swapowe	102
4.2.1. Współpraca banków centralnych w alokacji płynności międzynarodowej	102
4.2.2. Doświadczenia kryzysu finansowego (2007–2010) z wykorzystaniem linii swapowych	103
4.2.3. Ograniczenia porozumień swapowych w alokacji płynności dewizowej	108
4.2.4. Potencjalne kierunki wzmacniania roli linii swapowych w alokacji płynności dewizowej	112
4.3. MFW jako dostawca <i>emergency financing</i>	114

### Rozdział IV

## **Działania koordynacyjne i regulacyjne w msw. Instytucjonalne aspekty *governance* i nadzoru nad msw** 119

1. Procesy koordynacji w gospodarce globalnej	119
1.1. Multilateralizm i regionalizm jako płaszczyzny stabilizowania msw	119
1.2. Rola instytucji w procesach koordynacji polityk makroekonomicznych	121
1.3. Zasadność, uwarunkowania i obszary koordynacji polityk makroekonomicznych	124
2. Reżimy kursowe i koordynacja polityk kursowych	127
3. Zarządzanie przepływami kapitałowymi	130

3.1. Uzasadnienie i problem efektywności zarządzania przepływami kapitału	130
3.2. Polityka zarządzania przepływami kapitałowymi – pokryzysowe doświadczenia i perspektywy	133
4. Alternatywne propozycje reformy mechanizmu dostosowawczego	136
5. Instytucjonalne aspekty sprawowania <i>governance</i> nad msw	141
Zakończenie	145
Bibliografia	149
Spis rysunków	159
Spis tabel	161





# Wstęp

Międzynarodowy system walutowy (msw) i jego stabilność stanowią centrum finansów międzynarodowych.

Wadliwość mechanizmów msw jest immanentną cechą każdego z dotychczasowych etapów jego ewolucji (systemu waluty złotej, z Bretton Woods, wielodewizowego). Świadomość wad (wynikających zarówno z błędów konstrukcyjnych, jak i z ewolucji gospodarki w toku funkcjonowania systemu walutowego) skłaniała każdorazowo do prób reformowania zasad systemu. Historycznie przykładami podobnych działań były plany restauracji waluty złotej czy zwiększenia płynności międzynarodowej poprzez kreację SDR w ramach systemu walutowego z Bretton Woods. Co ciekawe, wzrost postulatów odnośnie do reformowania msw pojawiał się regularnie w czasach kryzysów i przeobrażeń dokonujących się w gospodarce światowej.

Świadomość wadliwości współczesnego wielodewizowego systemu walutowego pogłębia się od lat 90., a rozbudziła ją postępująca globalizacja i integracja finansowa, transformująca go w *non-system*, objawiający się wzrostem niestabilności. Duża zmienność kursów, powtarzające się kryzysy walutowe, zadłużenie i finansowe, akumulacja rezerw walutowych oraz zablokowanie mechanizmów dostosowawczych w nierównowagach zewnętrznych należą do najbardziej oczywistych symptomów niestabilności.

Współczesne koncepcje reformowania msw zaczęły się pojawiać pod koniec lat 90., miały formę luźnych inspiracji teoretycznych i niewiążących rekomendacji. Czynnikiem dodatkowo zachęcającym do planowania reformy msw było powstanie unii walutowej w ramach Unii Europejskiej i wyłonienie się nowej waluty, euro.

Pierwszym istotnym krokiem świadczącym o podejmowaniu realnych prób reformowania msw były działania zmierzające do koordynacji polityk makroekonomicznych w skali globalnej (2006 r.), podjęte wobec narastających nierównowag globalnych. Działania te jednak nie przyniosły istotnych rezultatów.

Dopiero globalny kryzys finansowy z 2007 r. zwrócił uwagę na potrzebę gruntownej reformy msw. Pojawiły się liczne koncepcje kierunków reformy, formułowane przez międzynarodowe instytucje i ośrodki badawcze. Do najważniejszych

z nich należą: propozycja zgłoszona przez gubernatora Banku Centralnego Chin (Z. Xiaochuan, 2009), raport opracowany przez Komisję Ekspertów ONZ ds. Reform Międzynarodowego Systemu Walutowego i Finansowego pod kierownictwem J. Stiglitz (potocznie zwany Raportem Komisji Stiglitz, United Nations, 2009), raport międzyrządowego badawczego think-tanku The South Centre, skupionego wokół krajów rozwijających się (Y. Akyüz, 2010), raport opracowany przez byłych przedstawicieli krajowych (ministrów finansów, prezesów banków centralnych) i międzynarodowych instytucji pod przewodnictwem M. Camdessus, A. Lamfalussy'ego i T. Padoa-Schioppa (Palais-Royal Initiative, 2011). Istotny głos w dyskusji zabierał wielokrotnie Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) (I. Lago i in., 2009; Global Financial Stability Reports; External Sector Reports).

Po globalnym kryzysie finansowym, w przeciwieństwie do podjętych wysiłków zmierzających do wzmocnienia regulacji w systemie finansowym, reformowanie msw odbywało się jednak w ograniczonym stopniu, a potrzeba gruntownej przebudowy nie weszła do agendy grupy G20 ani MFW. Można powiedzieć, że – mimo intensywności dyskusji, czasami prezentującej bardzo odważne, dalekosiężne koncepcje – zakres działań reformatorskich był skromny, a nawet zachowawczy.

Do najistotniejszych elementów podejmowanej wówczas reformy należą: największa w historii dodatkowa alokacja SDR (2009), wprowadzenie nowych instrumentów prewencyjnego wsparcia płynnościowego ze strony MFW, wdrożenie procesu oceny polityk makroekonomicznych (MAP) przez G20 (2009), debata na temat zarządzania rachunkiem kapitałowym, która umożliwiła wprowadzanie restrykcji w przepływach kapitałowych (2012).

Celem prezentowanej monografii jest wskazanie źródeł i implikacji niestabilności msw oraz proponowanych kierunków reformy – zarówno w warstwie *stricte* teoretycznej, jak i praktycznej. Diagnozując problemy i analizując niezbędne obszary reformy msw, oparto się na oficjalnych raportach i analizach instytucji międzynarodowych (MFW, United Nations) oraz tych opracowywanych przez ośrodki badawcze i przedstawicieli instytucji skupionych w nieformalnych gremiach badawczych (South Centre, Palais-Royal Initiative), a także na dyskusjach i publikacjach głównych specjalistów w tym zakresie. W pracy przedstawiono, skrajnie czasem, poglądy odnośnie do kierunków reformowania poszczególnych elementów msw, argumenty przemawiające za konkretnym rozwiązaniem oraz poddające je krytyce.

Prezentowana monografia składa się z czterech rozdziałów.

W rozdziale I przedstawiono pojęcie stabilności msw, zidentyfikowano systemowe i niesystemowe źródła niestabilności oraz scharakteryzowano zjawiska będące jej symptomami. Jako że poszczególne elementy funkcjonowania msw są ze sobą powiązane i istnieje między nimi współzależność (np. mechanizmy kreacji pieniądza światowego wpływają na procesy dostosowawcze), są one prezentowane nieraz z różnych perspektyw, a prowadzone rozważania się uzupełniają. Rozdzia-

ły II–IV poświęcone zostały analizie komponentów msw oraz uwarunkowaniom i potencjalnym kierunkom jego reformowania.

W rozdziale II zaprezentowano problem kreacji płynności międzynarodowej jako kluczowego mechanizmu rzutującego na stabilność msw. W tym celu przybliżono pojęcia waluty międzynarodowej i aktywów bezpiecznych jako czynników, na których opiera się kreacja i transfer płynności międzynarodowej, oraz wskazano propozycje reformowania podaży tej płynności (podaży waluty międzynarodowej i aktywów bezpiecznych), a także mechanizmy oddziaływania na popyt na płynność (np. poprzez identyfikację czynników dekulacji rezerw).

Rozdział III koncentruje się na Globalnej Sieci Bezpieczeństwa Finansowego (GFSN) jako elemencie międzynarodowej architektury finansowej, pojęciu funkcjonującym w finansach międzynarodowych od stosunkowo niedawna, a w dużej mierze tożsamym z dobrze osadzonym w teorii finansów pojęciem (międzynarodowego) pożyczkodawcy ostatniej instancji. Zaprezentowano elementy składowe GFSN oraz zidentyfikowano trudności jej optymalnej konstrukcji. Wskazano na główny nurt w dyskusji, mianowicie czy GFSN posiada wystarczające zasoby finansowe, aby zapewnić globalną stabilność, a jeśli nie, to w jaki sposób może ją mobilizować, kreować. W tym celu przybliżono alternatywne instrumenty alokacji płynności międzynarodowej, takie jak linie swapowe, mechanizmy wsparcia płynnościowego będące w dyspozycji MFW, instrumenty dostępne na poziomie regionalnym. Rozważania koncentrują się na wskazaniu natury powiązań między instrumentami funkcjonującymi w ramach sieci (komplementarność versus substytucyjność), płaszczyznami ich alokowania (multilateralizm versus regionalizm) oraz podmiotami odpowiedzialnymi za ich dostarczenie (banki centralne versus międzynarodowe instytucje finansowe).

W rozdziale IV podjęto próbę syntetycznej analizy tych obszarów działania msw, w których podejmowane są – lub mogłyby zostać podjęte – działania koordynacyjne i regulacyjne pozwalające zapewnić jego stabilność. Należą do nich zarządzanie politykami kursowymi i przepływami kapitałowymi oraz niwelowanie asymetrii dostosowawczej w msw. W rozdziale tym naświetlono także problem nadzoru nad msw i odpowiedzialności instytucjonalnej za jego stabilność.



## Rozdział I

# Pojęcie stabilności międzynarodowego systemu walutowego Źródła i symptomy niestabilności

## 1. Ewolucja pojęcia międzynarodowego systemu walutowego i jego funkcji

Pojęcie międzynarodowego systemu walutowego (msw) ewoluowało wraz z przekształceniami zachodzącymi w globalnej gospodarce. W ujęciu tradycyjnym msw rozumiany był jako zasady i rozwiązania instytucjonalne regulujące płatności w stosunkach międzynarodowych. Współcześnie widoczna jest różnorodność przyjmowanych definicji oraz elementów składowych msw.

E. Farhi i in. definiują msw jako zespół reguł, zasad i instytucji, które określają sposób prowadzenia polityk pieniężnych i ich koordynację (lub brak koordynacji), ustanawiania kursów walutowych i dostarczania międzynarodowej płynności. Badacze podkreślają, że pojęcie to jest silnie związane z międzynarodowym systemem finansowym (msf), którego funkcjonowanie zależy od zasad, zgodnie z którymi następuje dostarczanie płynności<sup>1</sup>. Międzynarodowy system finansowy określany jest najczęściej jako warunki dotyczące pośrednictwa finansowego w relacjach między różnymi krajami. Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) traktuje oba systemy łącznie, używając określenia „międzynarodowy system walutowy i finansowy” (International Monetary and Financial System – IMFS). W ujęciu BIS system ten obejmuje zasady dokonywania płatności w sferze towarów, usług i instrumentów finansowych między krajami<sup>2</sup>. Jednocześnie BIS wyodrębnia cztery elementy tak rozumianego systemu dualnego.

---

1 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international monetary system*, Centre for Economic Policy Research, London 2011.

2 Bank for International Settlements, *The international monetary and financial system*, BIS 85<sup>th</sup> Annual Report, 2015.

**Tabela 1.** Elementy międzynarodowego systemu walutowego i finansowego w okresie Bretton Woods i współcześnie

Element IMFS	System z Bretton Woods	System współczesny
Kotwica monetarna	Zewnętrzna: w ostatecznym ujęciu złoto	Wewnętrzna: cele krajowe (np. stabilność cen)
Kursy walutowe	Stałe, ale dostosowywane okresowo	Hybrydowe (w centrum systemu płynne)
Waluta kluczowa	De facto: USD	Dominacja USD (mniejsza wyłączość)
Mobilność kapitału	Ograniczona	Hybrydowa (brak restrykcji w centrum)

**Źródło:** Bank for International Settlements, *The international monetary and financial system*, BIS 85<sup>th</sup> Annual Report, 2015.

Również w opracowaniu E. Farhiego i M. Maggioriego msw definiowane jest poprzez wyodrębnienie kluczowych elementów systemu, do których zaliczono:

- reżimy kursowe,
- architekturę finansową: instytucje międzynarodowe (Bank Światowy, MFW), pożyczkodawcę ostatecznej instancji, porozumienia dotyczące podziału ryzyka (*risk-sharing agreements*), np. linie swapowe,
- dostarczanie i wykorzystanie międzynarodowych aktywów rezerwowych<sup>3</sup>.

Z kolei dla I. Lago i in. komponentami msw są:

- reżimy kursowe (w tym porozumienia dotyczące zasad interwencji),
- przepływy kapitałowe,
- globalne procesy dostosowawcze<sup>4</sup>.

E. Dorrucci i J. McKay definiują msw jako dualne współistnienie płaszczyzn.

Tworzą je:

- 1) zespół zasad, reguł i instrumentów określających funkcjonowanie takich aspektów jak:
  - podaż płynności międzynarodowej,
  - dostosowania zewnętrzne,
  - reżimy kursowe i przepływy kapitałowe,
  - globalne, regionalne i bilateralne porozumienia dotyczące nadzoru i kontroli,
  - instrumenty zapobiegania kryzysom i rozwiązywania ich.
- 2) środowisko gospodarcze, instytucjonalne i polityczne, które obejmuje np. system wolnego handlu, stopień gospodarczej dominacji jednego lub kilku krajów nad pozostałymi („centrum” systemu), powiązania między kra-

<sup>3</sup> E. Farhi, M. Maggiori, *A model of international monetary system*, „The Quarterly Journal of Economics” 2018, vol. 133, no. 1.

<sup>4</sup> I. Lago, R. Dutttagupta, R. Goyal, *The debate on the international monetary system*, „IMF Staff Position Note” 2009, SPN/09/26.

jami będącymi na różnym poziomie rozwoju gospodarczego, kombinację ustanowionych zasad i dyskrecjonalności reguł kształtujących środowisko (*rules versus discretion*)<sup>5</sup>.

Obie płaszczyzny msw, łącznie, wpływają na zdolność do dostarczania dwóch fundamentalnych globalnych dóbr publicznych: międzynarodowej waluty (walut) oraz zewnętrznej stabilności. Właśnie położenie nacisku na zdolność systemu do dostarczania dóbr publicznych, co – zdaniem autorów – jest jednocześnie miarą jego skuteczności, stanowi innowacyjny element definicyjny pojęcia msw<sup>6</sup>.

Podmioty sektora prywatnego i publicznego z różnych krajów mogą współpracować w sferze gospodarczej i finansowej dzięki wykorzystywaniu międzynarodowej waluty (walut) w funkcji pieniądza (jako środek płatności, przechowywania wartości, miernik wartości). Zewnętrzna stabilność jako globalne dobro publiczne odnosi się do takiej konstelacji międzynarodowych powiązań w sferze realnej i finansowej (kształtowania się rachunków obrotów bieżących i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej), która byłaby trwała (*sustainable*), a więc nie generowałaby ryzyka kosztownych dostosowań z jego negatywnymi skutkami w postaci gwałtownych korekt kursów walutowych, cen aktywów, spadku produkcji i zatrudnienia.

Oba elementy, zdaniem E. Dorruciego i J. McKay, spełniają definicję globalnego dobra publicznego, ponieważ na poziomie globalnym:

- nie rywalizują ze sobą („konsumpcja” tego dobra w jednym kraju nie redukuje jego dostępności w drugim);
- nie mają zdolności pomijania (niemożliwe jest wyłączenie z „konsumpcji” tego dobra, niezależnie od tego, czy dany konsument przyczynił się do tego, czy nie).

Powyższe właściwości powodują, że funkcjonowaniu msw towarzyszy problem „jazdy na gapę” (*free-rider problem*). Prowadzi on do niedostatecznego dostarczenia dobra publicznego, gdyż nie tworzy do tego bodźców (korzyść dla dostarczającego może być niższa niż koszt dostarczania dobra). W konsekwencji, gdy msw funkcjonuje właściwie, wszystkie kraje korzystają, ale gdy funkcjonuje wadliwie, wszystkie kraje mogą ponosić koszty.

United Nations podkreśla w swoim raporcie, że główną funkcją msw jest przyczynianie się do globalnej stabilności makroekonomicznej i finansowej. Cel ten jest osiągany poprzez: utrzymanie zrównoważonych relacji kursowych, zapewnienie

5 E. Dorrucio, J. McKay, *The international monetary system after the financial crisis*, „ECB Occasional Paper Series” 2011, no. 123.

6 Autorzy przytaczanej definicji przyznają jednak, że w literaturze dotyczącej msw podobnie użyte pojęcie dóbr publicznych zastosowali wcześniej M. Camdessus (*International financial and monetary stability: a global public good?*, remarks at the IMF/Research Conference „Key issues in reform of the international monetary and financial system”, May 1999) oraz B. Eichengreen (*Hegemonic stability theories of the international monetary system*, „NBER Working Papers” 1987, no. 2193).



stabilnych pozycji zewnętrznych, dostarczanie odpowiedniej ilości płynności międzynarodowej oraz umożliwienie procesów dostosowawczych do szoków zewnętrznych<sup>7</sup>. Z kolei P.-O. Gourinchas podkreśla, że fundamentalną funkcją msw jest alokowanie rzadkich aktywów bezpiecznych (*scarce safe assets*) między krajami<sup>8</sup>.

## 2. Pojęcie stabilności msw

### 2.1. Stabilność finansowa – zakres i różnorodność pojęcia

W dyskusji dotyczącej stabilności msw zwraca się uwagę, że pojęcie to jest tożsame ze stabilnością msf, mimo dominującej skłonności do definicyjnego wyodrębniania obu systemów. E. Dorrucci i J. McKay podkreślają, że systemy te są na tyle ze sobą powiązane, że trudno je od siebie oddzielić, szczególnie gdy analizuje się je pod kątem ich stabilności<sup>9</sup>. W literaturze przedmiotu dość powszechnie uznaje się za tożsame pojęcia stabilności msw i msf przy jednoczesnym braku klarownej ich definicji.

W tym miejscu nasuwa się analogia z pojęciem szerszym, jakim jest stabilność finansowa, w odniesieniu do której stosuje się obszerny zakres definicji.

Stabilność finansową opisuje się jako brak (nieobecność) kryzysów finansowych. Jest to definicja popularna, ale niewątpliwie uproszczona – nie zawsze należy utożsamiać brak stabilności z kryzysem, nie zawsze bowiem jest on efektem niestabilności.

Wśród innych definicji stabilności finansowej można przytoczyć następujące:

- stan, w którym działalność gospodarcza nie jest zakłócana przez znaczące zmiany cen aktywów ani przez problemy instytucji finansowych w wywiązywaniu się z ich zobowiązań (A. Crockett);
- zdrowa sytuacja oraz harmonijne współdziałanie instytucji finansowych w połączeniu z bezpiecznym i przewidywalnym funkcjonowaniem rynków pieniężnych (J.-C. Trichet);
- stan dynamicznej i trwałej równowagi na powiązanych ze sobą rynkach finansowych (J.K. Solarz).

Poprzez analogię do stabilności finansowej za stabilność msw (msf) można uznać stan braku kryzysów (płatniczych, walutowych, zadłużeniowych) oraz stan

7 United Nations, *Trade and Development Report. Making the international architecture work for development* (chapter III: Systemic challenges in the international monetary system), New York and Geneva 2015.

8 P.-O. Gourinchas, *The fundamental structure of the international monetary system*, [w:] *Rules for international monetary stability. Past, present, and future*, eds. M.D. Bordo, J.B. Taylor, Hoover Institution Press, Stanford 2017.

9 E. Dorrucci, J. McKay, *The international monetary system...*

braku nadmiernych odchyień kursów walutowych i innych cen w obrocie międzynarodowym w powiązaniu z brakiem napięć w funkcjonowaniu instytucji finansowych operujących na globalnych rynkach finansowych.

## 2.2. Sprawność msw

E. Dorrucchi i J. McKay nie posługują się wprost terminem stabilności msw. Używają zamiast tego pojęcia „sprawny msw”, czyli taki, który pozwala osiągnąć globalną stabilność makroekonomiczną i finansową. W ich rozumieniu sprawny msw charakteryzuje się efektywnością w dostarczaniu dóbr publicznych. Autorzy zaznaczają, że w toku ewolucji msw kluczowym problemem osłabiającym jego sprawność były napięcia (dylematy, konflikty) w zakresie dostarczania dóbr publicznych. Między oboma globalnymi dobrami publicznymi mogą powstawać napięcia widoczne z dwóch perspektyw:

- z perspektywy monetarnej – głównym źródłem płynności globalnej gospodarki jest wzrost należności brutto denominowanych w walutach międzynarodowych. Jednakże nadmierna płynność globalna może osłabiać zaufanie do waluty międzynarodowej, szczególnie jeśli będzie jej towarzyszyła niestabilna polityka wewnętrzna w kraju emitencie waluty międzynarodowej (por. casus paradoksu Triffina);
- z perspektywy bilansu płatniczego – napięcia między „finansowaniem” a „dostosowaniem” deficytu: sukces funkcjonowania msw może zależeć od skłonności inwestorów zagranicznych do finansowania krajów „centrum”, ale także od gotowości pożyczkobiorców (emitentów) do dostosowań, kiedy nierównowaga zewnętrzna staje się trudna do utrzymania. Skłonność krajów do powyższych zachowań zawiera jednocześnie dwa komplementarne elementy. Po pierwsze, każde dostosowanie musi być symetryczne, aby system działał właściwie (gotowości emitenta waluty międzynarodowej do dostosowań musi towarzyszyć gotowość kredytodawcy). Po drugie, jeśli uznamy, że nierównowagi zewnętrzne są odzwierciedleniem nierównowag wewnętrznych, dostosowania zewnętrzne wymagają (czasem bolesnych) dostosowań wewnętrznych.

Zdaniem E. Dorrucchio i J. McKay nie ma jednej gotowej recepty na wyeliminowanie napięć w dostarczaniu globalnych dóbr publicznych. W toku ewolucji msw przyjęto rozwiązania kładące nacisk zarówno na dostosowania (ograniczające dostęp do waluty międzynarodowej), jak i na kreację płynności międzynarodowej (redukujące tym samym rolę dostosowań). Potrzeba reformy współczesnego msw wynika właśnie z napięć między dostarczaniem globalnymi dobrami publicznymi, które czynią system mniej sprawnym i stanowiącym zagrożenie dla globalnej stabilności makroekonomicznej i finansowej<sup>10</sup>.

10 Por. szerzej na ten temat: E. Dorrucchi, J. McKay, *The international monetary system...*

### 3. Źródła niestabilności msw

#### 3.1. Czynniki zwiększające niestabilność msw (msf)

Wśród czynników zwiększających niestabilność i obniżających sprawność działania msw, a niewynikających wprost z reguł systemu, lecz będących konsekwencją zmian zachodzących w gospodarce światowej, należy wymienić:

- nadmierną elastyczność msf dającą łatwy dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania;
- nadmierny liberalizm zasad współczesnego wielodewizowego systemu walutowego, prowadzący do dużej zmienności kursów walutowych i kierunków przepływu kapitału.

Nadmierna elastyczność (*excess financial elasticity*)<sup>11</sup>, do której przyczyniają się przepływy kapitału „pod górę” (*uphill*), odpowiada za finansowe niestabilności, takie jak nadmierna kreacja płynności, ekspansja kredytu, akumulacja długu i bąble na rynkach aktywów.

Nadmierny liberalizm msw jest konsekwencją przyjętych reguł systemu wielodewizowego, w tym swobody wyboru reżimu kursowego przez poszczególne kraje oraz forsowanej (do czasu globalnego kryzysu finansowego) doktryny swobody przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Brak odpowiedniego nadzoru nad przepływami kapitałowymi stanowi jedną z kluczowych przyczyn niestabilności systemu. W konsekwencji nadmiernego liberalizmu powstał system, który zyskał swoją nazwę „nie-systemu” (*non-system*).

Charakterystyczną cechą współczesnego msw, zwiększającą jego niestabilność, są tkwiące w nim liczne asymetrie. Wynikają one zarówno z reguł wmontowanych w system (systemowe), jak i z toku ewolucji gospodarki światowej (niesystemowe).

Należy tu wymienić:

- asymetrię dostosowawczą krajów nadwyżkowych i deficytowych;
- asymetryczną pozycję w systemie kraju emitującego walutę rezerwową i pozostałych krajów;
- asymetryczną pozycję krajów rozwiniętych i *emerging markets* w gospodarce światowej, co przenosi się na stopień transmitowania cykli gospodarczych i w przepływach kapitału.

11 Termin wprowadzony do literatury dotyczącej msw przez C. Borio (*The international monetary system: its Achilles heel and what to do about it*, „BIS Working Papers” 2014, no. 456), zob. także: C. Borio, P. Disyatat, *Global imbalances and the financial crisis: link or no link?*, „BIS Working Papers” 2011, no. 346.

## 3.2. Systemowe źródła niestabilności msw

Do systemowych źródeł niestabilności msw należy zaliczyć:

- centralną rolę USD;
- brak sprawnych mechanizmów dostosowawczych, w tym wymuszających na krajach nadwyżkowych współudział w tych procesach, generujący globalne „skrzywienie recesyjne” (*recessionary bias*)<sup>12</sup>;
- brak międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji, brak adekwatnych źródeł dostarczania płynności międzynarodowej.

Zastanawiając się nad kierunkami reformy msw i msf, E. Farhi i in. wyodrębniają systemowe (nazywane też zamiennie strukturalnymi) nieefektywności (*systemic inefficiencies*). Za główną słabość systemu uznają właśnie ostatni czynnik – brak systemowych mechanizmów pozwalających na wystarczającą i skoordynowaną podaż płynności<sup>13</sup>.

Z kolei I. Lago i in. podkreślają, że problemem współczesnego msw nie jest niedostateczny poziom płynności międzynarodowej sam w sobie, lecz niepewność dotycząca dostępu do niej<sup>14</sup>.

### 3.2.1. Centralna rola USD w systemie

System wielodewizowy powstały po upadku systemu walutowego z Bretton Woods z założenia miał współtworzyć płynność międzynarodową z wielu źródeł, a więc opierać się na wielu konkurujących ze sobą walutach międzynarodowych. Towarzyszyć miały temu sporadyczne emisje SDR. Złoto zostało zdemonetyzowane, ale utrzymało rolę spekulacyjnego aktywu rezerwowego<sup>15</sup>. Na skutek nadmiernego liberalizmu wyłonił się de facto „system fiducyjnego standardu dolarowego”<sup>16</sup>, a więc asymetryczny system oparty na centralnej, dominującej roli USD. Określa się go jako system oparty na hegemonii walutowej USD czy też monopolu naturalnym USD.

Dyskusja dotycząca większej stabilności systemu opartego na hegemonii jednej waluty rezerwowej (hegemonicznego) versus systemu opartego na wielu walutach (multipolarnego/wielobiegunowego/wielodewizowego) nie jest rozstrzygnięta. Zarówno z rozważań teoretycznych, jak i doświadczeń gospodarki światowej ze

---

12 W literaturze można spotkać także określenie „skrzywienie deflacyjne” (*deflationary bias*). Jak podkreśla jednak J. Ocampo, termin *recessionary bias* jest obecnie bardziej adekwatny, gdyż nacisk dostosowawczy na kraje deficytowe znajduje konsekwencje w całkowitej aktywności gospodarczej, a nie tylko w deflacji. Można spotkać się także z określeniem *contractory effects*.

13 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international...*

14 I. Lago, R. Dutttagupta, R. Goyal, *The debate...*

15 J. Ocampo, *Resetting the international monetary (non)system*, Oxford University Press, New York 2017.

16 Termin używany przez J. Ocampo, *ibidem*.

stosowaniem różnych form systemu walutowego nie wynika jednoznaczna rekomendacja dotycząca wyższej zdolności jednej z alternatywnych form msw do zapewnienia stabilności. Na gruncie teoretycznym wyłoniły się skrajne stanowiska – odnośnie do stabilności systemu wielodewizowego: R. Nurksego (teza o niestabilności systemu wielodewizowego) i B. Eichengreena (teza o stabilności systemu opartego na wielu walutach) oraz odnośnie do stabilności systemu monowalutowego: C. Kindlebergera (teza o stabilności systemu hegemonicznego) i R. Triffin (teza o niestabilności systemu monowalutowego).

Prezentowane w poniższej tabeli poglądy formułowane były na podstawie obserwacji msw funkcjonującego w danym okresie.

**Tabela 2.** Myśl ekonomiczna dotycząca kształtowania msw – najistotniejsze poglądy w ujęciu chronologicznym

Keynes (1923)	przeciwnik powrotu do złota wg parytetów sprzed I wojny światowej – rzadkość złota prowadzi do recesji
Nurkse (1944)	system multipolarny jest z założenia niestabilny, gdyż inwestorzy próbują koordynować, który kraj (Wielka Brytania czy USA) będzie ostatecznym dostawcą <i>safe assets</i>
Triffin (1961)	system (oparty na hegemonii USD) jest niestabilny, gdyż USA nie mogą jednocześnie zaspakajać popytu na aktywa rezerwowe i utrzymać wiarygodnej wymienialności dolara na złoto
Kindleberger (1963)	system (oparty na hegemonii USD) jest stabilny, USA są bankierem gospodarki globalnej, pasywa mają pokrycie w aktywach, nie ma nic niepokojącego w narastającym deficycie płatniczym kraju hegemon (CA)
Eichengreen (2011)	System multipolarny (oparty na USD, EUR, RMB) nie jest mniej stabilny; prowadzi do wzrostu podaży aktywów rezerwowych i redukuje rentę monopolową

**Źródło:** E. Farhi, M. Maggiori, *A model of the international monetary system*, „The Quarterly Journal of Economics” 2018, vol. 133, no. 1.

Oparcie współczesnego systemu na USD ma kluczowe znaczenie dla:

- emitenta waluty,
- międzynarodowych procesów dostosowawczych,
- przewidywanego kierunku zmian kursu USD,
- kształtowania adekwatnej podaży waluty rezerwowej, aktywów bezpiecznych, a więc zasadniczo dla stabilności msw.

Kluczowym atrybutem hegemon walutowego jest emitowanie waluty dominującej (*dominant currency*), a więc zdolność dostarczania aktywów bezpiecznych (*safe assets*) dla reszty świata, czyli aktywów, na które jest zawsze wysoki popyt. Hegemon walutowy odnosi korzyści z tytułu emisji waluty rezerwowej.

Jednakże, jak podkreślają E. Farhi i in., korzyści ekonomiczne z tytułu emisji waluty międzynarodowej – poza rentą emisyjną (*seigniorage*)<sup>17</sup> – są trudne do skwantyfikowania<sup>18</sup>.

Z punktu widzenia emitenta korzyść z tytułu emitowania waluty rezerwowej przekłada się na inne korzyści, takie jak:

- emitowanie prywatnego długu w USD na rynkach międzynarodowych<sup>19</sup>,
- fakturowanie handlu w USD, co stabilizuje *terms of trade* hegemonu<sup>20</sup>,
- osiągnięcie dodatkowego zwrotu z aktywów, co ułatwia proces dostosowawczy<sup>21</sup>.

O dominującej roli USD w systemie świadczy fakt, że udział handlu towarowego i usługowego fakturowanego w tej walucie jest nieproporcjonalnie wysoki w porównaniu do roli USA w międzynarodowym handlu<sup>22</sup>. Wydłużenie globalnych łańcuchów wartości dodatkowo wzmocniło ten trend, gdyż eksporterzy, którzy fakturują handel w USD, w USD rozliczają także import, co stanowi naturalne zabezpieczenie przed fluktuacjami w wartości ich dochodów. Fluktuacje kursu USD stały się zatem silnie skorelowane z globalnym handlem<sup>23</sup>.

Stanowiąc centrum systemu, kurs walutowy USD staje się zatem kluczową ceną relatywną w gospodarce globalnej, zarówno na rynkach towarów, jak i na międzynarodowych rynkach finansowych.

Ważnym aspektem wynikającym z monopolu naturalnego USD jest jego silny wpływ na kursy innych walut. „Siła grawitacyjna” USD, jak podkreśla C. Borio, przekłada się na kształtowanie kursów, denominowanie krajowych aktywów i pasywów, co z kolei, poprzez determinowanie wrażliwości portfela na fluktuacje kursów, przenosi się na kompozycję portfela rezerw walutowych<sup>24</sup>.

Wykorzystanie USD w roli waluty międzynarodowej redukuje koszty transakcyjne obrotu handlowego i finansowego emitenta, pomaga także absorbować szoki zewnętrzne do gospodarki amerykańskiej. Zmniejsza ryzyko kursowe związane z decyzjami inwestycyjnymi. Tworząc popyt na aktywa dolarowe, pomaga finansować zewnętrzny deficyt USA i łagodzi problem dostosowań zewnętrznych.

17 Który tradycyjnie jest szacowany na kilka dziesiątych punktów procentowych PKB.

18 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international...*

19 Na co zwracają uwagę M. Maggiori i in. (M. Maggiori, B. Neiman, J. Schreger, *International currencies and capital allocation*, „NBER Working Paper” 2018, no. 24673).

20 Na co zwracają uwagę G. Gopinath, J.C. Stein, *Banking, trade and the making of a dominant currency*, „NBER Working Paper” 2018, no. 24485.

21 Na co uwagę zwracają P.-O. Gourinchas i H. Rey, *International financial adjustment*, „Journal of Political Economy” 2007, vol. 115, no. 4.

22 L.S. Goldberg, C. Tille, *Macroeconomic interdependence and the international role of the dollar*, „Journal of Monetary Economics” 2009, vol. 56, no. 7.

23 E. Boz, G. Gopinath, M. Plagborg-Møller, *Global trade and the dollar*, „NBER Working Papers” 2017, no. 23988.

24 C. Borio, *More pluralism, more stability?*, presentation at the 7th high-level SNB-IMF Conference on the International Monetary System, May 2016.

Dzięki swojej pozycji zewnętrznej USA odgrywają rolę globalnego *venture capitalist*, pożyczając aktywa o niskim ryzyku (papiery skarbowe), inwestując zaś w ryzykowniejsze aktywa zagraniczne (akcje, inwestycje bezpośrednie). Dzięki temu USA odnoszą dodatnią różnicę zwrotu (nazywaną także marżą z tytułu pośrednictwa – *intermediation margin*) z tytułu takiej kompozycji pozycji inwestycyjnej. Zysk ten (*excess return*) jest znaczny, szacowany na około 2% rocznie w ujęciu realnym w okresie 1952–2009<sup>25</sup>. Ponadto *excess return* USA wzrasta (w okresie 1952–1972 wynosił 0,8% rocznie, od 1973 r. kształtuje się w przedziale 2–3,8% rocznie), co wynika ze zmieniającej się kompozycji pozycji inwestycyjnej kraju w konsekwencji globalizacji finansowej<sup>26</sup>. Różnica w zwrocie jest wynikiem zarówno premii za ryzyko (aktywa są bardziej ryzykowne niż pasywa), jak i premii z tytułu płynności długu (w szczególności długu krótkookresowego)<sup>27</sup>.

Specyfika struktury pozycji inwestycyjnej USA pozwala hegemonowi nie tylko odnotowywać wyższe deficyty, lecz także, poprzez kompozycję walutową aktywów i pasywów zagranicznych, powoduje, że fluktuacje USD mogą mieć stabilizujący wpływ na równowagę zewnętrzną. Sprawia to, że w przypadku USA występują dwa kanały dostosowawcze w równowadze zewnętrznej: kanał handlowy i kanał wyceny. Kluczową rolę w obu kanałach dostosowawczych odgrywa kurs walutowy USD. Badania empiryczne P.-O. Gourinchasa i H. Rey nad rodzajem mechanizmu, poprzez który w kraju centrum msw dokonują się dostosowania zewnętrzne, wykazują, że rola krajowej polityki makroekonomicznej, która kształtowałaby przyszły eksport netto, jest znikoma, szczególnie w krótkim i średnim okresie. Wzrastającą rolę w procesach dostosowawczych odgrywają natomiast zmiany w zwrocie z aktywów zagranicznych netto. Ze względu na rosnącą skalę przepływów kapitałowych brutto nawet niewielka różnica w zwrocie (*excess return*) przenosi się na transfer majątku netto, który nadaje dynamikę dostosowaniom zewnętrznym.

Wspomniane dwa elementy – łatwość zewnętrznego finansowania oraz dodatnia różnica w stopie zwrotu z aktywów zagranicznych w stosunku do pasywów zagranicznych – przyczyniają się do rozluźnienia zewnętrznych ograniczeń budżetowych dla USA, stanowiąc wyraz „nadzwyczajnego przywileju” (*exorbitant privilege*).

Termin *exorbitant privilege* jest bardzo często stosowany w literaturze finansów międzynarodowych w odniesieniu do korzyści uzyskiwanych przez kraj stanowiący centrum systemu, należy jednak zauważyć, że nie ma on jednolitej interpretacji, przyjmowane definicje i miary różnią się w zależności od położenia akcentu na konkretną korzyść odnoszoną przez hegemon<sup>28</sup>.

25 P.-O. Gourinchas, H. Rey, N. Govillot, *Exorbitant privilege and exorbitant duty*, „University of California Working Paper” 2017, [http://helenerrey.eu/Content/\\_Documents/duty\\_23\\_10\\_2017.pdf](http://helenerrey.eu/Content/_Documents/duty_23_10_2017.pdf) (dostęp: 28.08.2020).

26 P.-O. Gourinchas, H. Rey, *International financial...*

27 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international...*

28 Jak wskazują P.-O. Gourinchas i H. Rey, stworzenie terminu *exorbitant privilege* tradycyjnie już przypisuje się gen. Ch. de Gaulle’owi, chociaż w jego przemówieniach nie pojawia się takie

Zgodnie z najszerszym ujęciem P.-O. Gourinchas i in. za wyraz *exorbitant privilege* uznają właśnie dodatkowy zwrot (*excess return*) z tytułu aktywów zagranicznych netto USA i występowanie związanego z nim kanału wyceny jako mechanizmu dostosowawczego, który jednocześnie ten mechanizm ułatwia<sup>29</sup>. Oznacza to, że *excess return* w wysokości 2% rocznie pozwala USA posiadać deficyt na rachunku obrotów bieżących (CA) w wysokości 2% PKB, nie wpływając na międzynarodową pozycję inwestycyjną netto.

Jako premię płynności (*liquidity premium*) z tytułu emisji waluty rezerwowej definiują *exorbitant privilege* E. Farhi, P.-O. Gourinchas i H. Rey<sup>30</sup>. Również M. Maggiori i in. akcentują znaczenie „specyficznych własności płynności dolarowych rynków obligacji” (które umożliwiają korporacjom, a nawet małym przedsiębiorstwom, łatwiejszy dostęp do finansowania poprzez emitowanie w USD), co oznacza dla hegemonu „nadzwyczajny przywilej”<sup>31</sup>.

W proponowanych szerokich ujęciach termin „nadzwyczajny przywilej” zawiera w sobie w rzeczywistości różne efekty, takie jak międzynarodowe zyski korporacji transnarodowych, co nie jest bezpośrednio związane ze statusem waluty międzynarodowej.

Z kolei w ujęciu wąskim, tradycyjnym, „nadzwyczajny przywilej” definiowany jest jako renta monopolowa (w postaci dodatniej *safety premium* na aktywach rezerwowych) otrzymywana przez USA z tytułu wyłączności emisji waluty międzynarodowej<sup>32</sup>. W tradycyjnym rozumieniu obniżenie kosztów zewnętrznego finansowania jest konsekwencją dostarczenia zagranicznym inwestorom (oficjalnym) ubezpieczenia przed zmiennością przepływów kapitału i ryzykiem kursowym w postaci kreacji długu. Popyt na bezpieczny dług cechuje się relatywnie niską elastycznością cenową: niezależnie od ceny (dochodowości) publicznych papierów wartościowych popyt pozostaje stabilny<sup>33</sup>.

Podążając tym tokiem rozumowania, EBC uznaje, że najlepszą miarą *exorbitant privilege* jest udział zagranicznego sektora oficjalnego w posiadaniu wyemitowanego długu pierwszorzędnej jakości<sup>34</sup>.

„Nadzwyczajny przywilej” jest także definiowany jako możliwość zaciągania długu we własnej walucie, odchylenia od niepokrytego parytetu stóp procentowych

---

sformułowanie. Termin ten znajduje się za to w zapisie konferencji prasowej V. Giscarda d'Estainga z 1965 r. Za: P.-O. Gourinchas, H. Rey, *From world banker to world venture capitalist: US external adjustment and the exorbitant privilege*, [w:] *G7 current account imbalances: sustainability and adjustment*, ed. R.H. Clarida, NBER, University of Chicago Press, Chicago 2007.

29 P.-O. Gourinchas, H. Rey, M. Sauzet, *The international monetary and financial system*, „NBER Working Paper” 2019, no. 25782.

30 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international...*

31 M. Maggiori, B. Neiman, J. Schreger, *International currencies and capital allocation*, „NBER Working Paper” 2018, no. 24673.

32 E. Farhi, M. Maggiori, *A model of international...*

33 European Central Bank, *The international role of the euro*, Frankfurt am Main, June 2019.

34 *Ibidem*.



(UIP) czy też łatwość dostępu do rynków kapitałowych (co jest spójne z definicją zaproponowaną przez M. Maggioriego).

USA jako hegemon walutowy kreują międzynarodowe efekty krajowej polityki pieniężnej (*spillover effects*), wpływając przede wszystkim na światowy handel i globalny cykl finansowy (GFC – *Global Financial Cycle*).

W systemie opartym na hegemonii walutowej następuje transmisja polityki pieniężnej z centrum do peryferii poprzez wpływanie na:

- ceny importowe i eksportowe,
- skłonność do ryzyka instytucji finansowych,
- globalną synchronizację cykli kredytowych i finansowych.

Badania empiryczne nad wpływem kursu USD na globalny handel i globalny cykl finansowy, opierające się na hipotezie występowania tzw. *Dominant Currency Pricing* (DCP), zgodnie z którą kraje określają ceny produktów w walucie dominującej, wskazują, że przełożenie kursu USD na ceny eksportowe i importowe towarów (*USD exchange rate pass through*) jest duże, niezależnie od kraju ich przeznaczenia lub pochodzenia. Zmiany kursu USD przenoszą się na krajowe ceny konsumenckie (poprzez ceny importowe) i wolumeny importu, w dużej mierze izolując USA od tych procesów. Kolejną implikacją hipotezy DCP jest to, że umacnianie wartości waluty dominującej w stosunku do niedominującej wpływa negatywnie na globalny handel. G. Gopinath i in. wykazują, że 1-proc. aprecjacja USD w stosunku do innych walut przynosi się na spadek rzędu 0,6–0,8% rocznie wolumenu całkowitego handlu między krajami reszty świata<sup>35</sup>.

Poprzez krajową politykę pieniężną USA wpływają na globalny cykl finansowy, w szczególności na bilanse globalnych instytucji finansowych i ich apetyt na ryzyko<sup>36</sup>. Polityka pieniężna USA, jak wykazują S. Miranda-Agrippino i H. Rey, jest transmitowana za granicę poprzez wpływ na ceny aktywów, premię od ryzyka, kreację kredytu, przepływy kredytu, delewarowanie<sup>37</sup>. Z kolei z badań V. Bruno i H. Song wynika, że silniejszy USD przynosi się na „ciaśniejsze” warunki kredytowe w gospodarce światowej<sup>38</sup>.

Z badań prowadzonych przez M. Ca’Zorzi i in. wynika, że w globalnych efektach *spillover* polityki pieniężnej realizowanej przez wiodące banki centralne świata występuje pewna hierarchia. Efekty *spillover* dają silniejszy efekt w przypadku cen na rynkach finansowych niż cen konsumpcyjnych. Dodatkowo polityka pieniężna SRF ma znacznie silniejszy wpływ niż EBC na zmienne realne i finansowe reszty świata<sup>39</sup>.

35 G. Gopinath, E. Boz, C. Casas, F.J. Díez, P.-O. Gourinchas, M. Plagborg-Møller, *Dominant currency paradigm*, „NBER Working Paper” 2018, no. 22943.

36 S. Miranda-Agrippino, H. Rey, *US monetary policy and the global financial cycle*, „NBER Working Paper” 2015, no. 21722.

37 *Ibidem*.

38 V. Bruno, H. Song Shin, *Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy*, „Journal of Monetary Economics” 2015, vol. 71, issue C.

39 M. Ca’Zorzi, L. Dedola, G. Georgiadis, M. Jarociński, L. Stracca, G. Strasser, *Monetary policy and its transmission in a globalized world*, „ECB Working Paper Series” 2020, no. 2407.

Zdaniem J. Ocampo skutki stanowienia centrum systemu przez USA są zarówno pozytywne, jak i negatywne. Za główną zaletę badacz uznaje większą niezależność w polityce pieniężnej USA. Korzyścią jest także to, że deprecjacja USD generuje dodatnie efekty majątkowe, gdyż zwiększa wartość aktywów zagranicznych będących w posiadaniu USA, podczas gdy pasywa pozostają niezmienione.

USA mogą jako jedyny kraj systemu odnosić korzyści z deprecjacji własnej waluty (przenoszącej się na aprecjację aktywów zagranicznych, ale bez deprecjacji aktywów krajowych), podczas gdy pozostałe kraje mogą ponieść koszty w postaci przegrzania gospodarki i nadprodukcji. Konsekwencje dewaluacji waluty krajowej dla gospodarki narodowej są przejawem asymetrii msw.

**Tabela 3.** Asymetria w zmianie wartości aktywów na skutek dewaluacji waluty krajowej

	USA	Pozostałe kraje
Aktywa zagraniczne	Aprecjacja	Aprecjacja
Aktywa krajowe	Bez zmian	Deprecjacja

**Źródło:** F. Gang, *Currency asymmetry, global imbalances, and rethinking of the international currency system*, [w:] *Global imbalances and the US debt problem*, eds. J.J. Teunissen, A. Akkerman, Fondad, The Hague 2006.

Jednakże asymetria ta powoduje, że deprecjacja USD słabiej koryguje deficyt CA, gdyż efekty majątkowe i cen relatywnych takiej deprecjacji przebiegają w przeciwstawnych kierunkach. Negatywny skutek stanowienia centrum jest związany z tym, iż deficyty CA w USA są niezbędne do dostarczenia podaży netto aktywów dolarowych do reszty świata, wskutek czego kraj nie czerpie całkowitych korzyści z tytułu ekspansywnej polityki pieniężnej i fiskalnej<sup>40</sup>.

Dlatego też, jak zauważają E. Farhi i in., „nadzwyczajnemu przywilejowi” należy przeciwstawić „nadzwyczajny obowiązek” (*exorbitant duty*) wynikający z faktu stanowienia centrum systemu. Polega on na tym, że USA – jako emitent waluty rezerwowej – ponoszą większą odpowiedzialność za globalną stabilność finansową w okresie napięć na rynkach finansowych, dostarczając płynność gospodarce światowej. Tym samym dostawca aktywów bezpiecznych ponosi konsekwencje działań stabilizacyjnych w postaci większej ekspozycji na globalne ryzyka. W 2008 r., w trakcie kryzysu finansowego, na skutek strat wyceny (*valuation losses*) pozycja netto USA pogorszyła się o 19% PKB. Taki transfer netto majątku do reszty świata można uznać za koszt posiadania statusu centrum systemu<sup>41</sup>. Innym wymiarem *exorbitant duty* jest skłonność waluty dominującej do aprecjonowania

40 J. Ocampo, *Resetting the international...*

41 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international...*

w okresie niestabilności finansowej, co jest swoistym mechanizmem dostosowawczym. Zjawisko to określane jest mianem paradoksu waluty rezerwowej (*paradox of the reserve currency*)<sup>42</sup>.

P.-O. Gourinchas podkreśla, że czynnikiem rzutującym na rozłożenie korzyści i kosztów kraju centrum z tytułu dostarczania *safe assets* gospodarce światowej oraz skalę ponoszenia „nadzwyczajnego obowiązku” jest poziom stóp procentowych. W warunkach bliskich zeru stóp procentowych (ZLB – *zero lower bound*)<sup>43</sup> rzadkość aktywów bezpiecznych tworzy recesję poprzez nadwyżki na rachunkach CA, zaś USA muszą absorbować dużą część globalnej recesji. W warunkach kształtowania się stóp na poziomie wyższym od ZLB dostawcy netto aktywów bezpiecznych osiągają premię z tytułu ich emisji<sup>44</sup>. Badacz stawia zatem tezę, że w warunkach ZLB pojawia się „nowy wymiar nadzwyczajnego obowiązku” dostawcy netto aktywów bezpiecznych. Dostawca ten musi godzić się albo na aprecjację kursu swojej waluty (jako konsekwencję „ucieczki do bezpieczeństwa” – *flight to safety* – ze strony inwestorów), albo na niższe koszty finansowania (ponieważ należy się spodziewać aprecjacji waluty w sytuacji globalnego szoku). Pierwsza sytuacja oznacza, że recesja wynikająca z ZLB w tym kraju będzie głębsza, druga – że kraj ten jako pierwszy zaabsorbuje recesję w wyniku ZLB. W obu przypadkach dostawca aktywów bezpiecznych ponosi nieproporcjonalnie większe konsekwencje globalnej stagnacji. Prowadzi to do wniosku, że ponieważ waluta dostawcy netto globalnych aktywów bezpiecznych ma tendencję do aprecjonowania w okresach niestabilności finansowej, emitent waluty rezerwowej doświadcza niższych stóp procentowych<sup>45</sup>, co oznacza, że szybciej może on wpaść w pułapkę ZLB, nawet gdy pozostałym krajom gospodarki globalnej udaje się tego uniknąć<sup>46</sup>.

### 3.2.2. Asymetria dostosowawcza

Zgodnie z założeniem w systemie wielodewizowym równowaga miała być przywracana samoczynnie. Zakładano, że kombinacja elastycznych reżimów kursowych oraz wzrastającej roli międzynarodowych przepływów kapitału w dostarczaniu płynności międzynarodowej zredukują nacisk na kraje deficytowe, aby dostosowania dokonywały się poprzez zmiany w wolumenach (np. zredukowany popyt wewnętrzny), zwiększając tym samym rolę dostosowań poprzez ceny

42 European Central Bank, *The international role of the euro*, Frankfurt am Main, June 2019.

43 Można je zdefiniować jako najniższą akceptowalną nominalną stopę procentową, która również może być ujemna. Za: P.-O. Gourinchas, *The fundamental structure...*

44 *Ibidem*.

45 Empirycznie potwierdzają to Del Negro i in. Wykazują, że w okresach niestabilności inwestorzy są skłonni płacić rosnącą premię, aby utrzymać amerykańskie obligacje skarbowe, przyczyniając się do obniżania naturalnej stopy procentowej w USA. Za: M. Del Negro, D. Giannone, M.P. Giannoni, A. Tambalotti, *Safety, liquidity, and the natural rate of interest*, „Staff Report” 2017, no. 812, Federal Reserve Bank of New York.

46 P.-O. Gourinchas, *The fundamental structure...*

(zmiany kursów walutowych), w tym poprzez aprecjację walut krajów nadwyżkowych. Uznawano to za szczególnie istotne w kontekście zwiększonych przepływów kapitałowych wynikających ze wzrostu cen ropy naftowej. Oczekiwano także, że takie mechanizmy rynkowe zniechęcą kraje do akumulowania rezerw walutowych oraz pozwolą na wzrost autonomii w realizacji krajowych polityk makroekonomicznych<sup>47</sup>.

W systemie wielodewizowym w długim okresie równowaga zostaje osiągnięta przez dostosowania poziomów cen, przy czym mechanizm dostosowawczy jest w dużej mierze determinowany typem reżimu kursowego. W reżimach opartych na kursach elastycznych głównym kanałem dostosowawczym są przesunięcia relatywnych poziomów cen, zaś w reżimach opartych na kursach stałych główną rolę w mechanizmie powrotu do równowagi odgrywają przesunięcia cen absolutnych. W obu systemach kursowych działa też w krótkim okresie kanał przesunięcia poziomu dochodu narodowego. Teoretycznie działanie powyższych kanałów powinno być wspierane aktywnościami z zakresu polityki gospodarczej. Wynika to z faktu, że:

- tolerowanie długotrwałej nierównowagi obrotów zewnętrznych powoduje narastanie zadłużenia (albo zwiększanie się pozycji wierzycielskiej) w stosunku do zagranicy, wewnętrzna polityka monetarna staje się zaś bardziej napięta;
- deficyt na rachunku CA może mieć deflacyjno-recesyjny wpływ na gospodarkę, nadwyżka na rachunku CA zaś – wpływ inflacyjny<sup>48</sup>.

Po ukonstytuowaniu się nowego wielodewizowego systemu walutowego w latach 70. mechanizm dostosowawczy działał dość sprawnie poprzez dostosowania kursów walutowych, cen relatywnych i wydatków krajowych. Jednakże wraz z postępującą globalizacją i liberalizacją finansów procesy dostosowawcze zostały zablokowane.

We współczesnym systemie istnieją dwa ograniczenia dla międzynarodowego mechanizmu dostosowawczego:

- USA jako kraj emitujący walutę rezerwową/międzynarodową nie doświadczają nacisków na dostosowanie zewnętrzne tak długo, jak długo istnieje popyt na ich walutę;
- w systemie kursów płynnych ciężar dostosowawczy jest ponoszony asymetrycznie. Kraje deficytowe, stopniowo odczuwające trudności z finansowaniem deficytu, zostają zmuszone przez siły rynku finansowego do dostosowania. Z kolei kraje nadwyżkowe mogą być odporne na naciski na aprecjację kursu ich walut, przynajmniej przez dłuższy okres. Opóźnienie procesu dostosowawczego przez kraje nadwyżkowe wymaga od krajów działań kompensujących ze strony polityki pieniężnej<sup>49</sup>.

47 United Nations, *Trade and Development Report...*

48 Za: K. Lutkowski, *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, „*Ekonomista*” 2006, nr 4.

49 A. Elson, *Governing global finance. The evolution and reform of the international financial architecture*, Palgrave, New York 2011.

Zablokowanie procesów dostosowawczych świadczy o tym, że kursy płynne nie spełniły pokładanych w nich oczekiwań odnośnie do zapewnienia elastyczności tych procesów. Czynnikiem dodatkowo komplikującym działanie wspólnego mechanizmu dostosowawczego jest zróżnicowanie stosowanych reżimów kursowych – współwystępowanie reżimów płynnych i stałych.

Przykładem zablokowania mechanizmów dostosowawczych są USA, gdzie mimo deficytu CA USD doświadcza trendu aprecjacyjnego. T. Ozawa nazywa ten fenomen „paradoksem deficytu CA, ale silnej waluty” („*CA deficit, but strong currency paradox*”), co tłumaczy dominującą rolą rachunku kapitałowego w determinowaniu salda bilansu płatniczego. Pozwala to na wysoki stopień tolerancji dla deficytu CA w USA bez osłabiania wartości waluty krajowej<sup>50</sup>.

W rzeczywistości zatem w mechanizmach dostosowawczych wspólnego systemu istnieją dwie asymetrie. Asymetria procesów dostosowawczych w systemie wielodewizowym wynika w głównej mierze z niechęci krajów nadwyżkowych do uczestniczenia w procesach dostosowawczych i braku w ramach msw reguł, zasad i systemu bodźców stymulujących uruchomienie procesów dostosowawczych (zarówno w krajach nadwyżkowych, jak i USA – kraju deficytowym, emitującym walutę rezerwową).

Kraje nadwyżkowe są niechętne do wdrażania polityk pozwalających na przekierowanie popytu (*rebalancing of demand*) ze źródeł zewnętrznych na wewnętrzne w obawie, że działanie takie spowolni ich wzrost gospodarczy. Kraje te mogą obawiać się w szczególności pogarszającej się konkurencyjności, spowolnionego wzrostu w sektorze *tradables*, spadku produktywności i produkcji.

Wobec powyższych ograniczeń wspólnego msw ciężar dostosowawczy spada na kraje deficytowe, niebędące emitentami waluty międzynarodowej. Ten asymetryczny ciężar dostosowawczy generuje w gospodarce globalnej *contractionary bias*. Jest on szczególnie silny w trakcie kryzysów globalnych, kiedy to brak finansowania zmusza kraje deficytowe do dostosowań.

### 3.3. Niesystemowe źródła niestabilności msw

Za niesystemowe źródło niestabilności msw, a więc takie, które nie wynika wprost z zasad systemu, lecz z kierunku jego ewolucji w połączeniu z nadmiernym liberalizmem i elastycznością, można uznać „odmienną (odwróconą) rolę”<sup>51</sup> krajów rozwiniętych i rozwijających się (*emerging markets*) w gospodarce globalnej. Od-

50 T. Ozawa, *Borrowed growth: current-account deficit-based development finance*, [w:] *Globalisation and economic and financial instability*, eds. H.P. Gray, J.R. Dilyard, Edward Elgar Reference Collection, 2005.

51 Termin „odwrócona rola” (*role reversal*) wprowadził do finansów międzynarodowych E.S. Prasad (*Role reversal in global finance*, „Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole” 2011, Federal Reserve Bank of Kansas City).

wrócona rola obu grup krajów w gospodarce globalnej jest rozumiana przez pryzmat ich pozycji jako kredytodawców i kredytobiorców netto oraz asymetrycznego udziału w światowym długu i PKB.

Cechą współczesnej gospodarki światowej jest paradoksalnie odmienne, w stosunku do poziomu rozwoju gospodarczego kraju, kształtowanie się salda na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego (CA) i pozycji inwestycyjnej netto krajów, co stoi w sprzeczności z wnioskami wynikającymi z tzw. teorii międzynarodowego cyklu zadłużenia krajów (*international debt cycle theory*).

**Tabela 4.** Międzynarodowy cykl zadłużenia kraju

	CA<0	CA>0
Zagraniczne aktywa<zagraniczne pasywa	Młody dłużnik	Dojrzały dłużnik
Zagraniczne aktywa>zagraniczne pasywa	Dojrzały kredytodawca	Młody kredytodawca

Źródło: W.R. Cline, *The United States as a debtor nation*, Institute for International Economics and Center for Global Development, Washington DC 2005.

Zgodnie z rozważaniami teoretycznymi w procesie rozwoju gospodarczego kraje przechodzą przez różne etapy cyklu zadłużeniowego. Odnosząc to do USA, wysoki poziom dochodu oraz majątku kraju powinien umiejscawiać je w pozycji „dojrzałego kredytodawcy”. Paradoksalnie jednak USA są w pozycji „młodego dłużnika”. Transformacja USA z kraju o dodatniej pozycji inwestycyjnej do ujemnej jest bezprecedensową cechą centrum globalnego systemu rezerwowego i z pewnością stanowi kontrast w stosunku do Wielkiej Brytanii, pełniącej funkcję centrum msw przed I wojną światową<sup>52</sup>.

Analogicznie, paradoks „odwróconej roli” przejawia się w tym, że kraje *emerging markets* przyjmują pozycję „młodego kredytodawcy”, a nie dłużnika.

Wzrost międzynarodowej mobilności kapitału (częściowo wspierany płynnymi kursami walutowymi) ułatwił finansowanie deficytów i dostęp do nadwyżkowych krajowych oszczędności (a także większą możliwość dysponowania nimi), co przyczyniło się do „odwrócenia roli” krajów w gospodarce światowej. Kraje rozwinięte (głównie USA) absorbowały nadwyżki (głównie azjatyckie) poprzez rosnącą konsumpcję i zadłużenie zamiast kredytować rozwój tych krajów. Krajami zaliczanymi do dłużników netto są: USA, Australia, Nowa Zelandia, Kanada. Do grupy kredytodawców netto należą: Chiny, Tajwan, Hongkong, Singapur, Malezja, Wenezuela. Transfer oszczędności z krajów *emerging markets* nie byłby jednak możliwy, gdyby nie pojawiło się na nie zapotrzebowanie w krajach rozwiniętych. Istotne znaczenie ma fakt, że zgodnie z prognozami ekonomicznymi

52 J. Ocampo, *Resetting the international...*

należy się spodziewać wzrostu oszczędności krajów *emerging markets* (np. w Indiach w 2050 r. stopa oszczędności ma osiągnąć 50% PKB), a więc powyższy paradoks przyjmuje charakter zjawiska trwałego.

Transfer netto zasobów finansowych z krajów *emerging markets* do krajów rozwiniętych tworzy, zdaniem J. Ocampo, „skrzywienie nierównościowe” (*inequity bias*) w gospodarce globalnej i przyczynia się do niestabilności systemu<sup>53</sup>. Transfer ten polega zatem na przepływie kapitału „pod górę” (*uphill capital flows*), a więc z krajów rozwijających się do rozwiniętych. Przepływ kapitału „pod górę” stanowi jednocześnie kluczowy kanał transmisyjny, przez który nierównowagi w popycie i podaży międzynarodowych rezerw wpływają na msw.

Zdaniem E. Farhiego i in. czynnikiem, który zasadniczo wpłynął na funkcjonowanie msw, była obserwowana od początku lat 90. „wielka konwergencja” (*great convergence*) między krajami rozwiniętymi a *emerging markets*. Udział krajów rozwiniętych w światowym PKB spadł z 78,2% w 1992 r. do 64,3% w 2009 r. Ze strony krajów *emerging markets* za dużą część tej konwergencji odpowiada transformacja systemowa w Chinach i krajach byłego bloku ZSRR. Rozważając perspektywy ewolucji msw, należy mieć na uwadze, że istnieje wciąż olbrzymi potencjał wzrostu w krajach *emerging markets* (na czele z Brazylią i Indiami)<sup>54</sup>.

W analizie obu grup krajów zwraca uwagę kontrast pomiędzy ich udziałami w światowym wzroście PKB oraz długu. Kraje *emerging markets* mają dużo większy udział we wzroście światowego PKB niż globalnego długu publicznego (w 2007 r. odpowiadały za 25% światowego PKB i 17% światowego długu).

Z kolei cztery główne obszary kreujące waluty rezerwowe (USA, Japonia, strefa euro, Wielka Brytania) w 2011 r. odpowiadały łącznie za 58% globalnego PKB oraz 81% globalnego długu. Tylko USA odpowiadały za 37% wzrostu globalnego długu w okresie 2007–2011 oraz za 40% wzrostu długu w latach 2011–2016. Z kolei ich udział we wzroście globalnego PKB wynosi odpowiednio dla tych okresów 8% oraz 18%<sup>55</sup>.

Wśród krajów *emerging markets* istotną rolę w globalnym transferze oszczędności odgrywają kraje Azji Płd.-Wsch., które w połowie lat 90. z dłużników stały się wierzycielami netto. Od tego czasu aktywa netto denominowane w walucie zagranicznej rosną. Kraje Ameryki Łacińskiej w latach 1997–2006 pozostały dłużnikami netto, jednak zmniejszyły swoje zobowiązania w walutach zagranicznych. Szczególnie widoczna redukcja zadłużenia zagranicznego nastąpiła w odniesieniu do sektora publicznego. Wśród krajów *emerging markets* Chiny mają znaczną dodatnią pozycję inwestycyjną, Brazylia ujemną pozycję inwestycyjną, zaś Indie nieznacznie ujemną pozycję inwestycyjną. Istotne jest, że duże ujemne pozycje

53 *Ibidem*.

54 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international...*

55 Szerzej na ten temat: E.S. Prasad, *Role reversal...*

inwestycyjne nie są już normą dla tej grupy krajów. W ostatniej dekadzie nastąpiła istotna zmiana w strukturze ich pozycji inwestycyjnej. Wraz z tendencją do upowszechniania się kursów płynnych obniżyła się podatność tych krajów na kryzysy walutowe i bilansu płatniczego.

W przeszłości w pasywach zagranicznych krajów *emerging markets* dominowały instrumenty dłużne denominowane w walucie zagranicznej, obecnie zaś bezpośrednie inwestycje zagraniczne oraz kapitał akcyjny. Jest to spójne ze wzrostem międzynarodowego podziału ryzyka (*risk sharing*), a więc wzrostem zaangażowania w ryzyko kursowe ze strony zagranicznych kapitałodawców. W 2010 r. wspomniane dwie kategorie pasywów stanowiły odpowiednio: 2/3 całkowitych pasywów zagranicznych Brazylii i Chin, 51% Indii, 56% w przypadku Rosji. Ponadto zewnętrzny dług emitowany przez te kraje w coraz większym stopniu jest denominowany w walutach krajowych, co osłabia ryzyko kryzysu walutowego wynikającego z gwałtownej deprecjacji waluty. W krajach Ameryki Łacińskiej udział zadłużenia w walutach obcych zmniejszył się z 40% na początku XXI w. do 20% w 2007 r. Korzystne zmiany jakościowe w strukturze zadłużenia dotyczą także redukcji zobowiązań krótkoterminowych na rzecz długoterminowych. Aktywne zarządzanie długiem i rozwój lokalnych rynków finansowych przyczyniły się istotnie do zmniejszenia stopnia dolaryzacji, zwłaszcza w Ameryce Łacińskiej.

W aktywach zagranicznych krajów *emerging markets* (nie tylko Chin) wyraźną rolę odgrywają rezerwy walutowe. W 2010 r. stanowiły one odpowiednio 47% aktywów zagranicznych w przypadku Brazylii, 69% w przypadku Chin, 68% – Indii, 37% dla Rosji. Średni udział aktywów rezerwowych w całkowitych aktywach zagranicznych krajów *emerging markets* wzrósł z 32% w 2000 r. do 53% w 2010. Utrzymywane są one głównie w obligacjach rządowych czterech głównych bloków gospodarczych: USA, strefy euro, Japonii i Wielkiej Brytanii.

Podsumowując zmiany w pozycji krajów *emerging markets* w gospodarce światowej, należy podkreślić, że państwa te nie tylko stały się eksporterami netto kapitału do krajów rozwiniętych, lecz także obniżyły ryzyko wynikające ze struktury ich pasywów zagranicznych.

W aktywach zagranicznych krajów rozwiniętych dominują aktywa o wyższym stopniu ryzyka, kapitał akcyjny oraz bezpośrednie inwestycje zagraniczne. W przypadku USA obie kategorie stanowiły w 2007 r. 56% całkowitych aktywów zagranicznych. Ponadto 64% aktywów zagranicznych USA jest denominowanych w walucie zagranicznej. W pasywach zagranicznych USA dominuje kapitał dłużny, który w 2007 r. stanowił 69% całkowitych pasywów zagranicznych. Na uwagę zasługuje fakt, że 90% pasywów zagranicznych USA jest denominowanych w USD. Specyficzna kompozycja walutowa amerykańskiej pozycji inwestycyjnej netto powoduje, że spadająca wartość USD ma jednocześnie stabilizujący efekt dla realnej wartości amerykańskiego zadłużenia zagranicznego netto.



Analiza aktywów i pasywów zagranicznych USA wykazuje dwie ciekawe asymetrie:

- w pasywach zagranicznych dominują pasywa krótkoterminowe, zaś w aktywach zagranicznych – długoterminowe;
- sektor publiczny USA posiada niewielkie ilości aktywów zagranicznych, podczas gdy zagraniczny sektor publiczny jest istotnym posiadaczem amerykańskich pasywów<sup>56</sup>.

Asymetria ta wskazuje, że USA brakuje płynnych aktywów zagranicznych, które mogłyby zostać sprzedane w sytuacji nagłego spadku lub wycofania kapitału zagranicznego.

W pasywach zagranicznych krajów rozwiniętych dominuje dłużny kapitał portfelowy oraz pożyczki bankowe. Ujemna pozycja inwestycyjna netto USA świadczy o tym, że kraj ten korzysta z zasobów finansowych innych krajów. W przypadku USA istotne znaczenie ma fakt, że rośnie udział zagranicznego sektora publicznego w posiadaniu amerykańskich papierów dłużnych. Udział zagranicznego sektora oficjalnego w posiadaniu amerykańskich papierów skarbowych wzrósł z 6% w latach 70. do 40% w 2009 r.

## 4. Symptomy niestabilności współczesnego msw

### 4.1. Zmienność przepływów kapitałowych

Cechą charakteryzującą współczesne przepływy kapitału jest wzrastająca skala przepływów brutto, co niesie istotne implikacje dla wzrostu, międzynarodowego podziału ryzyka oraz stabilności finansowej. Duże pozycje brutto oznaczają, że nawet nieznaczne fluktuacje kursów walutowych mogą generować istotne transfery majątkowe między krajami. Ponadto procykliczność przepływów kapitałowych brutto nie sprzyja utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej.

Przepływy kapitałowe brutto odnotowywały okresy dużych wzrostów i spadków w ostatniej dekadzie. W stosunku do PKB ulegają one systematycznemu wzrostowi, przy czym największy wzrost dotyczy krajów rozwiniętych (od lat 70. XX w. do początku XXI w. ponadtrzykrotny wzrost). W tym samym czasie kraje *emerging markets* odnotowały ponaddwukrotny wzrost – z 7% PKB do 15% PKB. W rekordowym 2007 r. napływy kapitału brutto stanowiły 26% PKB w krajach rozwiniętych oraz 11% PKB w krajach *emerging markets*<sup>57</sup>.

56 *Global imbalances and the US debt problem*, eds. J.J. Teunissen, A. Akkerman, Fondad, The Hague 2006.

57 European Central Bank, *Dealing with large and volatile capital flows and the role of the IMF*, „ECB Occasional Paper Series” 2016, no. 180.

Rosnącej skali przepływów brutto towarzyszył wzrost zmienności tych przepływów, widoczny zwłaszcza w grupie krajów rozwiniętych. Ponadto gwałtowne ruchy dotyczą przepływów kapitału prywatnego.

Dla krajów *emerging markets*, na skutek zmian w strukturze aktywów i pasywów zagranicznych, główne ryzyka wynikające z niestabilnych przepływów kapitału nie dotyczą już w takim stopniu jak dawniej kryzysu bilansu płatniczego, ale problemów dla krajowej polityki gospodarczej. Powodować je mogą zwłaszcza przepływy kapitału akcyjnego, które są zmienne i mocno procykliczne. Napływ kapitału generujący presję na aprecjację waluty krajowej może stwarzać ryzyko przegrzania gospodarki. Podkreśla się także negatywne dystrybucyjne efekty napływu kapitału poprzez podniesienie inflacji. W sytuacji negatywnego szoku inwestorzy portfelowi mogą szybko wycofywać kapitały z kraju, tworząc presję na osłabienie waluty. Tym niemniej ryzyko wynikające z odpływu kapitału akcyjnego jest dla kraju mniej destrukcyjne niż ryzyko odmowy rolowania długu w walucie zagranicznej, co dawniej było kluczowym problemem tej grupy.

## 4.2. Akumulacja rezerw walutowych

### 4.2.1. Motywy, poziom i dynamika akumulacji rezerw walutowych

Rezerwy walutowe utrzymywane w ostatnich dekadach systematycznie wzrastały, szczególnie w grupie krajów zaliczanych do *emerging markets*, co powoduje, że w msw pojawiło się zjawisko akumulacji rezerw walutowych (jego początek datuje się na połowę lat 90. XX w.<sup>58</sup>).

Motywy akumulacji rezerw walutowych są różnie klasyfikowane w literaturze przedmiotu. Dominuje klasyfikacja dychotomiczna, wyodrębniająca motyw interwencyjny (merkantylistyczny) oraz motyw przezornościowy (ubezpieczeniowy)<sup>59</sup>. J. Ocampo wyodrębnia trzy konkurujące ze sobą uzasadnienia wzrostu popytu na rezerwy ze strony krajów *emerging markets*: motyw ubezpieczeniowy, merkantylistyczny oraz motyw zapewnienia stabilności finansowej. Przypisuje jednocześnie, że ostatni jest trudny do odróżnienia od motywu ubezpieczeniowego z uwagi na silne powiązanie fluktuacji rezerw z cyklami rachunku kapitałowego<sup>60</sup>.

Od połowy lat 90. kraje *emerging markets* doświadczają natężenia ryzyk wynikających ze wzrostu otwartości handlowej tych gospodarek, rosnącej liberalizacji krajowego systemu finansowego oraz wzrostu przepływów kapitałowych. Wzrost

58 Szerzej na ten temat: J. Bogotębska, *Nierównowagi globalne a stabilność międzynarodowego systemu walutowego. Analiza na przykładzie akumulacji rezerw walutowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.

59 Dychotomiczny podział motywów stosują m.in. J. Aizenman, J. Lee, *International reserves: precautionary vs. mercantilist views: theory and evidence*, „Open Economies Review” 2007, vol. 18, no. 2.

60 J. Ocampo, *Resetting the international...*

otwartości finansowej oraz ekspozycji na fluktuacje w przepływach kapitału spowodowały konieczność wygładzania procykliczności przepływów kapitałowych w postaci akumulacji rezerw walutowych, stąd wzrost popytu sektora oficjalnego na bezpieczne aktywa finansowe. A zatem potrzeba zredukowania zależności krajów od zmiennych przepływów kapitałowych, przy braku odpowiednich zbiorowych instrumentów ubezpieczania się na wypadek kryzysów płatniczych oraz słabości polityki wsparcia płynnościowego ze strony MFW, spowodowały, że kraje te zaczęły tworzyć jednostronne mechanizmy ubezpieczeniowe w postaci akumulacji rezerw walutowych. Jest to tzw. przezornościowy/ubezpieczeniowy motyw (*precautionary/self-insurance motive*), który J. Ocampo nazywa motywem antycyklicznym (*counter-cyclical motive*). Jak podkreślają M. Obstfeld i in., za akumulację rezerw krajów *emerging markets* w dużym stopniu odpowiada motyw utrzymania krajowej stabilności finansowej. Wynika on z potrzeby przeciwdziałania potencjalnemu transformowaniu pieniądza krajowego w waluty obce (tzw. ucieczce kapitału – *capital flight*), co w gospodarce otwartej finansowo skutkuje koniecznością tworzenia buforów, właśnie w postaci rezerw walutowych<sup>61</sup>. Wspólną cechą motywu utrzymania stabilności finansowej i ubezpieczeniowego jest zatem konieczność zarządzania silnymi procyklicznymi szokami, jakich kraje *emerging markets* doświadczają w zglobalizowanej gospodarce. Szoki te, jak podkreśla J. Ocampo, wynikają z procykliczności przepływów kapitału, ale także z procykliczności kształtowania się cen surowców oraz – w mniejszym stopniu – wolumenów handlu międzynarodowego<sup>62</sup>.

Motyw merkantylistyczny jest zawężeniem motywu interwencyjnego. Zasadniczą cechą motywu interwencyjnego jest centralna rola kursu walutowego jako instrumentu realizacji krajowej polityki gospodarczej. W motywie merkantylistycznym kraje wykorzystują niedowartościowany poziom kursu walutowego jako instrument wspierania eksportu.

Dodatkowo, jak zauważają E. Farhi i in., na popyt na rezerwy wpłynęła „wielka konwergencja”. Po pierwsze, rozwój gospodarczy w krajach *emerging markets* często poprzedza rozwój finansowy. Wzrost gospodarczy prowadzi do wzrostu prywatnego popytu na stabilne aktywa finansowe. Po drugie, wzrost gospodarczy prowadzi do wzrostu popytu ze strony sektora publicznego na aktywa bezpieczne, w ramach wygładzania dochodów przez kraje surowcowe. Rynki finansowe krajów *emerging markets* oferują zbyt małą ilość wolnych od ryzyka aktywów, co w dużej mierze wynika ze słabego poziomu rozwoju instytucjonalnego w tych krajach<sup>63</sup>.

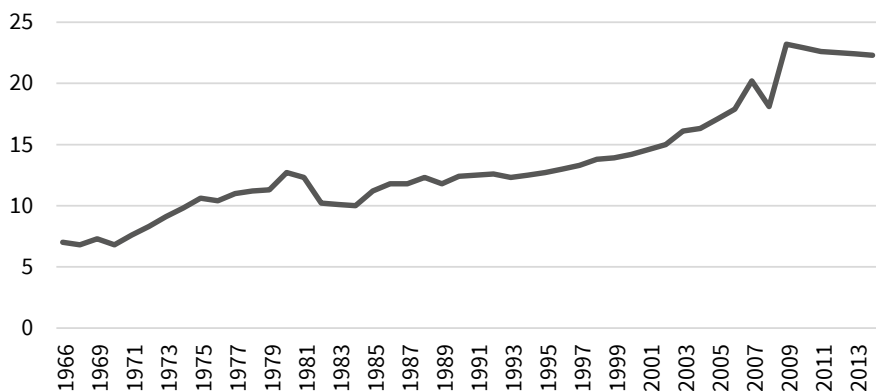
61 M. Obstfeld, J.C. Shambaugh, A.M. Taylor, *The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility*, „The Review of Economics and Statistics” 2005, vol. 87, no. 3.

62 J. Ocampo, *Resetting the international...*

63 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international...*

Należy podkreślić, że w finansowo zglobalizowanej gospodarce światowej popyt na aktywa rezerwowe nie jest ściśle związany z nadwyżką (lub deficytem) na rachunku CA. Ponadto możliwy jest dla kraju wzrost rezerw przy jednoczesnym finansowaniu deficytu CA poprzez przepływy kapitału prywatnego. Akumulacja rezerw walutowych jest zatem wynikiem nadwyżek na rachunku CA (np. Chiny, eksporterzy ropy naftowej), jak również napływu kapitału.

W trakcie globalnego kryzysu finansowego niektóre kraje aktywnie wykorzystywały rezerwy w celu ograniczenia zmienności na rynku walutowym lub dostarczenia płynności walutowej sektorowi bankowemu. Jednakże widoczne było także ostrożne podejście do wykorzystywania rezerw w obawie, że ich spadek może sygnalizować słabość sektora zewnętrznego i uruchamiać tym samym dalszą presję na walutę krajową. Ograniczony zakres wykorzystania rezerw i sięganie po ich substytuty (w trakcie kryzysu istotną rolę odegrały linie swapowe) częściowo przypisać należy „lękowi przed wykorzystaniem rezerw” (*fear of using reserves*)<sup>64</sup>. Pozwala to wysunąć przypuszczenie, że kraje akumulujące rezerwy są zainteresowane wykorzystywaniem alternatywnych technik dostarczania płynności walutowej, dlatego też potrzeba budowy systemu efektywnych instrumentów dostarczania płynności międzynarodowej może być istotnym czynnikiem dekulacji rezerw, a tym samym prowadzić do usuwania źródeł niestabilności msw.



**Rysunek 1.** Wzrastający poziom rezerw walutowych w stosunku do PKB

**Źródło:** opr. własne za: B. Scheubel, L. Stracca, *What do we know about the global financial safety net? Rationale, data and possible evolution*, „ECB Occasional Paper Series” 2016, no. 177.

64 Termin wprowadzili: J. Aizenman, Y. Sun, *The financial crisis and sizable international reserves depletion: from „fear of floating” to the „fear of losing international reserves”?*, „NBER Working Paper” 2009, no. 15308.

#### 4.2.2. Implikacje polityki akumulacji rezerw walutowych

Nadmierny popyt na rezerwy walutowe obniża oprocentowanie skarbowych papierów wartościowych poniżej wartości odpowiadającej poziomowi, który utrzymywałyby się, gdyby popyt na te papiery zgłaszał jedynie sektor prywatny. Wynika to z faktu, że akumulacja rezerw walutowych jest niewrażliwa na stopę zwrotu z aktywów. Pożyczkodawcy nie traktują zakupu waluty rezerwowej jako inwestycji, lecz raczej jako instrument ochronny w przypadku przyszłych kryzysów walutowych<sup>65</sup>.

Większość studiów empirycznych potwierdza istotny wpływ zagranicznej akumulacji rezerw na długoterminowe oprocentowanie amerykańskich papierów skarbowych. Dla przykładu, z badań D.O. Beltrana i in., dotyczących okresu 1994–2007, wynika, że gdyby napływ zagranicznych funduszy sektora publicznego spadł w danym miesiącu o 100 mld USD, oprocentowanie 5-letnich papierów skarbowych wzrosłoby o 40–60 punktów bazowych w krótkim okresie. Biorąc pod uwagę dodatkowo reakcję sektora prywatnego na zmianę dochodowości, efekt długookresowy wynosiłby około 20 punktów bazowych<sup>66</sup>. B. Csonto i C.E. Tovar wykazują, że redukcja popytu na papiery skarbowe rzędu 100 mld USD spowodowałaby wzrost dochodowości o 1,5–1,8 punktów bazowych<sup>67</sup>. Z kolei J. Sierra wykazuje, że wpływ zagranicznego napływu kapitału ze strony sektora oficjalnego stopniowo słabnie dla walorów o dłuższych zapadalnościach (ponad sześć lat)<sup>68</sup>.

Badania empiryczne dotyczące wpływu zagranicznego popytu na dochodowości amerykańskich papierów skarbowych wykazują ponadto, że wpływ ten może być tylko tymczasowy<sup>69</sup> oraz że występuje efekt *spillover* na inne rynki papierów skarbowych, co oznacza globalny efekt portfelowy<sup>70</sup>. Z analiz wynika, że zwiększony popyt na rezerwy walutowe wpłynął nie tylko na amerykański rynek finansowy, ale także na dochodowości instrumentów w Wielkiej Brytanii, Japonii oraz krajach strefy euro. Zgodnie z tezą o wystąpieniu tzw. globalnego efektu portfelowego wpływ ten dotyczył zarówno dochodowości papierów skarbowych, jak i tych z emisji prywatnych<sup>71</sup>.

65 A. Steiner, *Reserve accumulation and financial crisis: from individual protection to systemic risk*, University of Osnabrueck, March 2012.

66 D.O. Beltran, M. Kretchmer, J. Marquez, C.P. Thomas, *Foreign holdings of U.S. Treasuries and U.S. Treasury yields*, „International Finance Discussion Papers” 2012, no. 1041, Board of Governors of the Federal Reserve System.

67 B. Csonto, C.E. Tovar, *Uphill capital flows and the international monetary system*, „IMF Working Papers” 2017, WP/17/174.

68 J. Sierra, *International capital flows and bond risk premia*, „Bank of Canada Working Paper” 2010, no. 2010-14.

69 R.N. McCauley, G. Jiang, *Treasury yields and foreign official holdings of US bond*, „BIS Quarterly Review” 2014, March.

70 P. Gerlach-Kristen, R.N. McCauley, K. Ueda, *Currency intervention and the global portfolio balance effect: Japanese lesson*, „BIS Working Papers” 2012, no. 389.

71 *Ibidem*.

Niższe oprocentowanie zmniejsza koszty obsługi długu i stwarza pole do zwiększania deficytu i długu publicznego<sup>72</sup>. Można zatem powiedzieć, że zwiększony popyt na rezerwy walutowe rozmiękcza ograniczenia budżetowe w polityce fiskalnej krajów emitujących walutę rezerwową, tworząc pole dla nadmiernie ekspansywnej polityki fiskalnej. Ciągłe zwiększanie długu zagranicznego netto prowadzi do zjawiska „rozcieńczenia długu” (*debt dilution*), dewaluacji istniejącego długu. Ponadto pokusa zwiększania deficytu budżetowego i deficytu na rachunku CA obniża dyscyplinę dla krajowej polityki gospodarczej<sup>73</sup>.

Jednocześnie każda dodatkowa jednostka długu zwiększa prawdopodobieństwo jego nieobsługiwalności (nieutrzymywalności), co stanowi źródło ryzyka dla globalnej stabilności makroekonomicznej. Przyrost długu w długim okresie rodzi obawy co do utrzymania realnej wartości aktywów rezerwowych na stabilnym poziomie. Pojawia się wątpliwość, czy zakumulowane aktywa nadal są aktywami bezpiecznymi w warunkach wzrastającego długu publicznego krajów rozwiniętych (paradoks Triffina II).

Implikacje wzrastających poziomów długu i obawy o ich utrzymywalność (*sustainability*) zależą w dużej mierze od tego, czy są one finansowane oszczędnościami krajowymi, czy przez zagranicznych inwestorów. W przypadku USA inwestorzy zagraniczni – zarówno prywatni, jak i publiczni – utrzymują około połowę długu rządowego netto. Wskaźnik ten jest niższy w przypadku Wielkiej Brytanii (około 1/3 długu netto jest utrzymywana przez inwestorów zagranicznych) oraz jeszcze niższy w przypadku Japonii (około 10%). W USA z kolei wzrasta nie tylko poziom długu netto, ale także udział długu netto utrzymywanego przez inwestorów zagranicznych.

**Tabela 5.** Długoterminowe papiery wartościowe USA będące w posiadaniu podmiotów zagranicznych

<b>Udział procentowy będący w posiadaniu zagranicy</b>	<b>III 2000</b>	<b>VI 2005</b>	<b>XII 2009</b>
Kapitał akcyjny	6,9	9,0	10,7
Obligacje skarbowe	35,2	51,7	54,1
Obligacje agencji rządowych	7,3	14,7	13,4
Papiery korporacyjne i inny dług	13,0	18,4	19,0
Całkowite długoterminowe papiery wartościowe	9,8	15,0	17,7

**Źródło:** F.E. Warnock, *How dangerous is U.S. government debt? The risks of a sudden spike in U.S. interest rates*, Capital Flows Quarterly, Council on Foreign Relations, June 2010.

72 M. Dąbrowski, *Rola międzynarodowego systemu walutowego w kształtowaniu zewnętrznej równowagi makroekonomicznej*, [w:] *Zmiany instytucjonalne w reakcji na obecny kryzys*, red. A. Wojtyna, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2013.

73 B.C. Daniel, *A fiscal theory of currency crisis*, „International Economic Review” 2001, vol. 42, no. 4.

Z powyższej tabeli wynika, że zagraniczni inwestorzy posiadali w ostatniej dekadzie rosnący udział amerykańskich papierów wartościowych. W 2009 r. mieli ponad połowę amerykańskich obligacji skarbowych i prawie 1/5 rynku korporacyjnych papierów dłużnych.

Nadmierny popyt na rezerwy skutkuje nie tylko stopniową utratą zaufania do stabilnej wartości waluty rezerwowej, lecz także zaniżoną wyceną ryzyka przez pośredników finansowych (a w konsekwencji bąblami na rynkach aktywów). Ponieważ oprocentowanie papierów skarbowych (jako aktywów wolnych od ryzyka rynkowego) stanowi punkt odniesienia dla wyceny innych aktywów finansowych, jego redukcja może skłaniać pośredników finansowych do zaniżonej wyceny wszystkich rodzajów ryzyka, czego następstwem będzie nadmierna ekspansja kredytu i wadliwa alokacja kapitału w kraju emitującym walutę rezerwową<sup>74</sup>. Łatwa dostępność taniego kredytu może nasilać zmienność przepływów kapitału. Zwiększony popyt na rezerwy walutowe wpływa także na rynek finansowy kraju emitenta poprzez tworzenie międzynarodowej asymetrii w popycie i podaży aktywów finansowych. Zgodnie z tezą R.J. Caballero w odpowiedzi na zwiększony popyt zagranicy na bezpieczne aktywa finansowe USA powiększyły podaż aktywów, co jednocześnie stało się bodźcem do tworzenia aktywów toksycznych<sup>75</sup>. Popyt na aktywa bezpieczne zachęcał do tworzenia krótkoterminowego, wolnego od ryzyka długu, co osłabiało bilanse instytucji i zwiększało ryzyko niestabilności finansowej.

Koncentracja ryzykownych aktywów w ramach rynku finansowego emitenta waluty rezerwowej, przyczyniając się do nierównowagi globalnej, staje się jednocześnie źródłem niestabilności w globalnym systemie finansowym. Także koncentracja aktywów rezerwowych w walucie kraju centrum systemu, a więc niski stopień dywersyfikacji portfela rezerw, jest istotnym źródłem niestabilności. Powoduje bowiem ryzyko gwałtownych, destabilizujących zmian w portfelach banków centralnych oraz inwestorów prywatnych.

Kraje emitujące walutę rezerwową (USA, Japonia) odnoszą korzyść z emitowania długu we własnej walucie, co pozwala im na transfer ryzyka kursowego na inwestorów zagranicznych. Jednakże wysoki poziom długu w USA (i krajach rozwiniętych) może generować efekt wypychania (*crowding out effect*) – wypychać prywatne inwestycje i obniżyć wzrost produktywności w stosunku do krajów *emerging markets*. Sugeruje to, że waluty krajów *emerging markets* powinny aprecjonować w stosunku do walut krajów rozwiniętych, co z kolei oznacza transfer majątku (*wealth transfer*) w ujęciu nominalnym w walucie krajowej w przyszłości. Dla kraju emitenta waluty rezerwowej tworzy ryzyko nadmiernego pożyczania (*overborrowing*) oraz przeinwestowania (*overinvestment*). Ponadto nadmierny popyt na walutę rezerwową może generować kryzysy różnej natury: bankowy,

74 M. Dąbrowski, *Rola międzynarodowego systemu walutowego...*

75 R.J. Caballero, A. Krishnamurthy, *Global imbalances and financial fragility*, „American Economic Review” 2009, vol. 99, no. 2.

zadłużeniowy czy walutowy (jeśli pogarszaniu się pozycji inwestycyjnej netto towarzyszy dewaluacja waluty). Dodatkowo łatwa dostępność finansowania zagranicznego blokuje uruchamianie mechanizmów wyrównawczych w deficycie budżetowym, ale także w zakresie salda na rachunku obrotów bieżących.

Przepływy kapitału *uphill*, których wyrazem jest właśnie akumulacja rezerw, wpływając na koszty finansowania w kraju emitencie waluty rezerwowej, oddziałują negatywnie na gospodarkę krajową i globalną poprzez zniekształcenie decyzji konsumpcyjnych i inwestycyjnych (zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym), a co za tym idzie, przyczyniają się do nierównowag zewnętrznych. Negatywne konsekwencje dla kraju emitenta polegają także na ograniczeniu niezależności i efektywności polityki pieniężnej w USA poprzez osłabienie transmisji polityki pieniężnej na całej krzywej dochodowości. Nasileniu ulegają również globalne cykle gospodarcze i finansowe wskutek wpływania na przepływy kapitałowe kierowane arbitrażem stóp procentowych, skłonność do podejmowania ryzyka oraz globalne realne stopy procentowe<sup>76</sup>.

W konsekwencji zmiany struktury pozycji inwestycyjnej krajów *emerging markets* i wobec wysokiego i narastającego poziomu długu publicznego krajów rozwiniętych ryzyko bilansowe krajów rozwijających się przesunęło się ze strony pasywów na stronę aktywów. Jeżeli wzrost aktywów zagranicznych w postaci rezerw walutowych wywołuje efekt cenowy – obniżanie stóp procentowych w kraju emitującym walutę rezerwową – to naturalne jest, że banki centralne krajów wiodących w polityce akumulacyjnej powinny koordynować tę politykę (np. na podobieństwo skoordynowanej wyprzedaży złota). Nie dzieje się tak jednak, gdyż, jak wskazuje A. Steiner, koszt alternatywny posiadania rezerw nie wpływa na ich wielkość, działa zatem „efekt automatycznych stabilizatorów”<sup>77</sup>.

Nadmierna akumulacja rezerw walutowych, poprzez reinwestowanie nadwyżkowych oszczędności w dług publiczny krajów rozwiniętych, tworzy globalną zmianę w preferencjach dotyczących wolnych od ryzyka aktywów, co wywiera nacisk na obniżkę globalnych realnych stóp procentowych. Zdaniem niektórych ekonomistów takie sprzężenie trwale niszczy związek między stopami rynkowymi a naturalną stopą procentową, co może częściowo odpowiadać za narastanie nierównowag finansowych<sup>78</sup>. Papiery skarbowe USA są zatem kluczowym czynnikiem kształtującym globalne realne stopy procentowe. Spadek realnych stóp procentowych zwiększa prawdopodobieństwo pułapki płynności, co może mieć negatywne efekty dla gospodarki globalnej. Po pierwsze, niskie stopy procentowe zachęcają do lewarowania, co wpływa na niestabilność, szczególnie w sektorze finansowym<sup>79</sup>. Po drugie, zbyt niskie stopy procentowe prowadzą do przyjęcia

76 B. Csonto, C.E. Tovar, *Uphill capital flows...*

77 A. Steiner, *Reserve accumulation...*

78 Pogląd taki wyrażają m.in. C. Borio, P. Disyatat (*Global imbalances...*).

79 R.J. Caballero, A. Krishnamurthy, *Global imbalances...*



strategii *search for yield*, a więc nadmiernej skłonności do ryzyka na rynkach finansowych. Środowisku niskich stóp procentowych towarzyszy często występowanie bąbli spekulacyjnych (na przykład na rynkach nieruchomości lub surowcowych). Wywieranie presji na globalne niskie realne stopy procentowe powoduje, że utrzymanie stabilizacji monetarnej staje się trudniejsze dla wszystkich krajów<sup>80</sup>. Wynika to z faktu, że dużej skali akumulacji rezerw towarzyszy globalne ciśnienie deflacyjne<sup>81</sup>.

### 4.3. Nierównowagi globalne

#### 4.3.1. Pojęcie nierównowag globalnych

Nierównowagi globalne (*global imbalances*) występują w msw na wszystkich etapach jego ewolucji. Obserwacja nasilającego się od końca lat 90. XX w. zjawiska doprowadziła do licznych prób jego zdefiniowania, rozpoznania i hierarchizowania determinant oraz najbardziej adekwatnych metod pomiaru<sup>82</sup>. W toku dyskusji wyłoniła się – jak dotąd – najbardziej rozległa definicja *global imbalances*, wypracowana przez T. Brackego i in. Zgodnie z nią za nierównowagi globalne uznaje się „zewnętrzne pozycje systemowo ważnych gospodarek, które odzwierciedlają zniekształcenia lub stanowią zagrożenie dla gospodarki światowej”<sup>83</sup>. Podczas analiz metod pomiaru zjawiska uznano zasadność komplementarnego traktowania kształtujących się sald na rachunku obrotów bieżących z pozycjami inwestycyjnymi netto. Koncentrowanie się na saldach na rachunku CA stanowi tradycyjne ujęcie pomiaru stanu równowagi zewnętrznej, odzwierciedla powiązanie z dystrybucją zagregowanego popytu między regionami w gospodarce globalnej<sup>84</sup>. Dodatkowo istotne znaczenie ma monitorowanie skali i kompozycji przepływów kapitału brutto, które osiągają znaczne rozmiary i mogą stanowić główne źródło niestabilności. Globalizacja finansowa pogłębiła złożoność międzynarodowych przepływów kapitału, czego nie uchwyci rachunek CA. Przepływy netto, odzwierciedlone w saldach CA, nie ukazują niedopasowań walutowych i ryzyka niewypłacalności partnera, dlatego niezbędne jest monitorowanie przepływów kapitału w ujęciu brutto. Obserwowana globalna korekta rachunków CA, mająca miejsce

80 M. Obstfeld, A.M. Taylor, *International monetary relations: taking finance seriously*, „Journal of Economic Perspectives” 2017, vol. 31, no. 3.

81 M. Obstfeld, *The international monetary system: living with asymmetry*, „NBER Working Paper” 2011, no. 17641.

82 Szerzej na ten temat: J. Bogołębska, *Nierównowagi globalne... Zaprezentowano tu obszerny przegląd tzw. hipotez nierównowag globalnych*.

83 T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora, R. Straub, *A framework for assessing global imbalances*, „ECB Occasional Paper Series” 2008, no. 78.

84 M.D. Chinn, *The once and future global imbalances? Interpreting the post-crisis record*, paper presented at the Jackson Hole conference, August 2017, [https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2017/chinn-paper.pdf?la=en](https://www.kansascityfed.org/~/media/files/publicat/sympos/2017/chinn-paper.pdf?la=en) (dostęp: 28.08.2020).

po kryzysie finansowym, może maskować międzynarodowe ryzyka finansowe, które wciąż mogą występować lub narastać<sup>85</sup>.

Istotnym elementem definicji T. Brackego jest wyekspozowanie faktu, że przedmiotem zainteresowania są tzw. gospodarki systemowo ważne, czyli kraje, które ze względu na swój rozwój makroekonomiczny i finansowy, uczestnictwo w globalnych rynkach towarowych i finansowych mają, lub potencjalnie mogą mieć, istotny wpływ na gospodarkę globalną. Wpływ ten może wynikać także z innych czynników, takich jak pełnienie funkcji kluczowego uczestnika regionu czy też centrum finansowego. Zniekształcenia (*distortions*) w interpretacji T. Brackego zasadniczo są wywołane polityką gospodarczą, która z kolei przenosi się na decyzje sektora prywatnego i kształtuje ceny na rynku finansowym. Przykładem takich zniekształceń jest ponadoptymalna akumulacja rezerw walutowych krajów *emerging markets*, prowadząca do zniekształceń cen aktywów. W ujęciu T. Brackego ryzyka wynikające z *global imbalances* dotyczą zarówno mechanizmów korekty nierównowagi (np. szokowa, gwałtowna korekta), jak i działań wynikających z ich pogłębiania (np. wzrost działań protekcjonistycznych).

M.D. Chinn przyznaje, że ze względu na komplementarność miar pozycji zewnętrznej dla oceny nierównowag globalnych można je zdefiniować alternatywnie jako:

- deficyt lub nadwyżkę na rachunku CA, odpowiednio dużą i uporczywą (*persistent*), aby tworzyła ona globalne konsekwencje;
- „wypaczoną” międzynarodową dystrybucję aktywów i pasywów, przy założeniu, że niedopasowania w aktywach i pasywach stanowiąc mogą większe zagrożenie dla stabilności finansowej niż rachunki CA.

Dodatkowo badacz zaznacza, że nierównowagi globalne mogą odnosić się do zróżnicowanego stopnia stagnacji gospodarczej w różnych obszarach gospodarczych<sup>86</sup>.

Mimo pewnego usystematyzowania pojęcia *global imbalances* wciąż występują rozbieżności interpretacyjne odnośnie do stopnia ich wpływu na globalny kryzys finansowy, wagi poszczególnych determinant, oceny, kiedy potencjalnie nierównowagi zewnętrzne stają się nieutrzymywalne (*unsustainable*), oraz konieczności i zakresu wdrażania środków korekcyjnych. Dla przykładu, nadwyżka CA w Niemczech, sięgająca w 2016 r. 8,3% PKB, dla niektórych jest wyrazem optymalnej reakcji na proces starzenia się społeczeństwa i prowadzenia odpowiedzialnej polityki fiskalnej w odniesieniu do reszty świata. Dla innych stanowi ona źródło „nieprzyjemnego ciśnienia deflacyjnego” w gospodarce globalnej w środowisku niskich już stóp procentowych i negatywnego oddziaływania na rynki pracy partnerów handlowych<sup>87</sup>.

85 Por. M. Obstfeld, *Does the current account still matter?*, „NBER Working Paper” 2012, no. 17877; C. Borio, P. Disyatat, *Capital flows and the current account: taking financing (more) seriously*, „BIS Working Papers” 2015, no. 525.

86 M.D. Chinn, *The once and future...*

87 M. Obstfeld, *Commentary: the once and future global imbalances? Interpreting the post-crisis record*, Jackson Hole Symposium 2017, <https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2017/2017obstfeld.pdf?la=en> (dostęp: 28.08.2020).

### 4.3.2. Kształtowanie się nierównowag globalnych

Nierównowagi globalne są stałą cechą międzynarodowego systemu gospodarczego, ale ich natura (wiodące determinanty, skala oraz znaczenie poszczególnych krajów) zmienia się. Nierównowagi globalne odzwierciedlają zarówno cykliczne, jak i strukturalne zjawiska, dlatego też w podziale ich determinant T. Bracke stosuje właśnie taką dychotomię.

Po 2003 r. *global imbalances* były wyraźnie zdominowane przez narastające nadwyżki płatnicze Chin i azjatyckich krajów *emerging markets* oraz krajów eksportujących ropę naftową. Do krajów nadwyżkowych należały też Japonia i Niemcy. Najważniejszym krajem deficytowym były USA. O narastaniu nierównowag świadczy to, że o ile na początku XXI w. suma deficytów CA wynosiła około 1% globalnego PKB, o tyle już w 2007 r. wynosiła ponad 2,5% globalnego PKB. Niepokojąca jednak była wysoka koncentracja nierównowag w kilku wiodących krajach. Dla przykładu, skalę koncentracji światowego deficytu CA obrazuje fakt, że deficyt na rachunku obrotów bieżących USA w okresie 1996–2009 stanowił 56% globalnego<sup>88</sup>.

M.D. Chinn podkreśla, że w okresie narastania nierównowag od końca lat 90. do globalnego kryzysu finansowego za większą część zmian w saldach CA odpowiadały czynniki fiskalne, strukturalne i demograficzne. W przypadku USA i Chin czynniki te jednak nie wyjaśniały całkowicie nierównowagi zewnętrznej, szczególnie w okresie jej wzmożonego narastania<sup>89</sup>. Dodatkowymi czynnikami objaśniającymi narastanie nierównowag globalnych w krajach azjatyckich były merkantylizm oraz jednostronne ubezpieczanie się (*self-protecting*). Czynniki te J.E. Gagnon nazywa łącznie manipulowaniem kursem walutowym (rozumiejąc je jako nadmierny zakres interwencji walutowych) i wykazuje, że interwencje mające na celu osłabienie waluty prowadzą do większych nierównowag na rachunku CA, niż miałyby to miejsce bez ich występowania, stanowią zatem kluczową przyczynę narastania nierównowag globalnych<sup>90</sup>. M.D. Chinn podkreśla też wagę innych czynników, takich jak globalna nadwyżka oszczędności (*global saving glut*), a także hipoteza aktywów bezpiecznych i „nadzwyczajnego przywileju”. Wskazuje, że ostatnie wymienione hipotezy są silnie powiązane, gdyż *exorbitant privilege* polegający na zdolności do taniego finansowania budżetów jest odzwierciedleniem zdolności do dostarczania publicznych aktywów bezpiecznych<sup>91</sup>.

Zdaniem J. Ocampo nacisk na USA na utrzymywanie permanentnych deficytów na rachunku CA, wynikający z obecnego kształtu msw, jest głównym czyn-

88 A. Steiner, *Reserve accumulation...*

89 M.D. Chinn, *The once and future...*

90 Por. J.E. Gagnon, *Global imbalances and foreign asset expansion by developing economy central banks*, „Working Paper” 2012, no. 12-5, Peterson Institute for International Economics; T.A. Bayoumi, J.E. Gagnon, C. Saborowski, *Official financial flows, capital mobility, and global imbalances*, „Journal of International Money and Finance” 2015, vol. 52(C).

91 M.D. Chinn, *The once and future...*

nikiem strukturalnym<sup>92</sup>. Innymi czynnikami tego typu są nadwyżki w Niemczech i kilku krajach europejskich, stanowiące efekt wysokiego poziomu konkurencyjności gospodarek oraz wysokich stóp oszczędności. W przypadku azjatyckich krajów *emerging markets* nadwyżki są wyrazem przyjętego modelu rozwoju, opartego na niedoszacowanym kursie walutowym, płacach opóźnionych w stosunku do produktywności czynnika pracy oraz represji finansowej, stymulujących wysoki poziom oszczędności i inwestycji<sup>93</sup>. Nadwyżki krajów eksportujących ropę naftową także są cechą strukturalną, ale charakteryzują się silnymi wahaniami cyklicznymi. Kraje *emerging markets* i rozwijające się doświadczają silnych cyklicznych wahań w kształtowaniu się pozycji płatniczych, związanych głównie z procyklicznością przepływów kapitału i zmiennością cen surowców.

Globalny kryzys finansowy z 2007 r. doprowadził do istotnej korekty nierównowag (w 2012 r. całkowity globalny deficyt CA wynosił około 1,5% globalnego PKB), w tym w gospodarkach systemowo ważnych – nastąpiła korekta nadwyżek w Chinach i Japonii oraz deficytu w USA. Głównym źródłem nierównowag stała się Unia Europejska. Jako całość (z wyłączeniem Wielkiej Brytanii) Unia Europejska odnotowała transformację z deficytu na nadwyżkę płatniczą, ale ten trend odzwierciedlał dostosowanie recesyjne krajów peryferyjnych. Duże nadwyżki płatnicze utrzymały Niemcy i Holandia. W strefie euro, która była w centrum tych procesów, unifikacja monetarna doprowadziła do przeszacowania kursu w krajach peryferyjnych i niedoszacowania w innych (głównie w Niemczech). Zjawisko to okazało się kosztowne w korekcie, jako że „wewnętrzna dewaluacja” peryferii nie została skompensowana przez wystarczająco szybką „wewnętrzną rewaluację” centrum. W tym aspekcie stanowi to przykład twardej formy asymetrycznych dostosowań (zasadniczo dostosowania nominalne ponoszone przez kraje deficytowe), co zdaniem J. Ocampo<sup>94</sup> w pewien sposób może przypominać *rules of the game* goldstandardu<sup>95</sup>.

Kraje eksportujące ropę naftową, po krótkookresowej korekcie nadwyżek w trakcie kryzysu finansowego, w 2011 r. ponownie stały się głównym ich źródłem. Kurczący się deficyt CA w USA i narastające nadwyżki CA krajów UE i eksporterów ropy wywierały silny nacisk na kraje *emerging markets* niebędące eksporterami ropy, mający na celu osłabienie ich pozycji zewnętrznej – co było

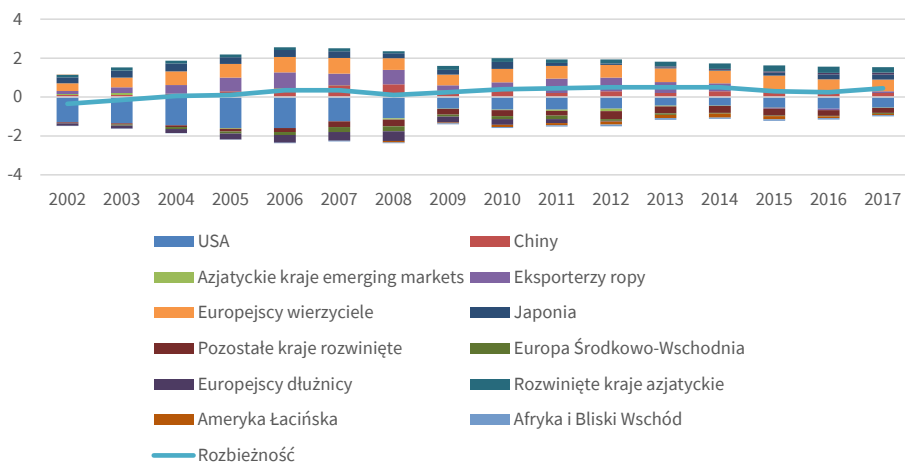
92 J. Ocampo, *Resetting the international...*

93 M. Pettis, *The great rebalancing: trade, conflict, and the perilous road ahead for the world economy*, Princeton University Press, Princeton 2013.

94 J. Ocampo, *Resetting the international...*

95 Dostosowania w strefie euro przyczyniły się do zróżnicowania dynamiki jednostkowych kosztów pracy między krajami, zatem do dostosowań w cenach relatywnych. W ujęciu skumulowanym, od 2007 r., Niemcy doświadczyły aprecjacji realnego kursu walutowego o około 8% w stosunku do Francji i o 20% w stosunku do Hiszpanii. Za: F. Villeroy de Galhau, *External imbalances – challenges and policy responses*, speech at the „Financial Globalisation” conference, Central Bank of Ireland Symposium, February 2018.

transmitowane głównie poprzez napływy kapitału. W szczególności spadła nadwyżka CA w Chinach (w stosunku do światowego PKB o około 2/3 w latach 2008–2013), nieazjatyckie kraje *emerging markets* do 2012 r. przeszły z pozycji nadwyżkowej do mocno deficytowej<sup>96</sup>. W 2015 r., po głębokim spadku cen ropy, zniknęły nadwyżki CA krajów eksportujących, spadły także deficyty krajów rozwijających się i *emerging markets* niebędących eksporterami ropy. Deficyt CA w USA zaczął wzrastać, dotyczyło to również nadwyżek CA w Chinach i Japonii, w dużej mierze był to rezultat spadających kosztów importu surowców (głównie ropy). W ramach UE permanentną nadwyżką CA charakteryzują się Niemcy i Holandia. Mimo że udział nadwyżki CA Chin w światowej dystrybucji nadwyżek spadł, zagregowany bilans CA Azji Wsch. (Chiny, Japonia i rozwinięte kraje Azji) wykazuje trwałość. W ocenie MFW nadwyżka CA w Niemczech i deficyt CA w USA są obecnie na zbyt dużym poziomie<sup>97</sup>, w formułowanych rekomendacjach dotyczących kształtu polityk korygujących nierównowagi znajduje się postulat „stopniowej fiskalnej konsolidacji w USA” oraz „bardziej pro wzrostowo zorientowanej polityki fiskalnej w Niemczech” (poprzez bardziej produktywne inwestycje infrastrukturalne)<sup>98</sup>.



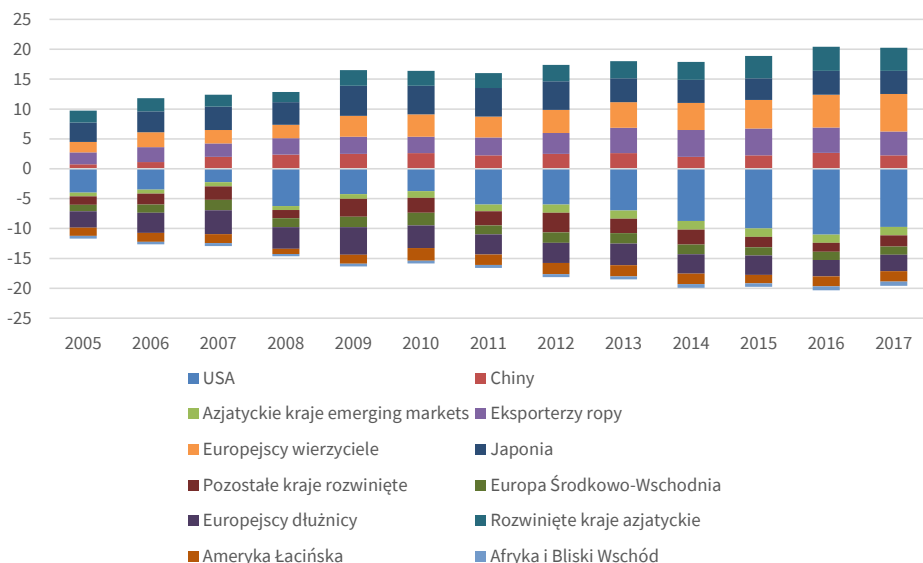
**Rysunek 2.** Nierównowagi globalne – bilanse CA (jako % światowego PKB)

**Źródło:** opr. własne za: C. Canals, *The role of global imbalances 10 years on*, [w:] MR 10, *Monthly Report*, „Economic and Financial Market Outlook” 2018, no. 427.

<sup>96</sup> J. Ocampo, *Resetting the international...*

<sup>97</sup> W wyniku realizacji polityki ekspansji fiskalnej, przeprowadzonych cięć podatkowych w 2017 r. i wzrostu wydatków budżetowych na lata 2018–2019 deficyt CA się zwiększa. USA pozostają krajem o największym deficycie CA, w 2017 r. stanowił on 51% całkowitego globalnego deficytu CA.

<sup>98</sup> International Monetary Fund, *External Sector Report 2017*, „IMF Policy Papers” 2017.



**Rysunek 3.** Nierównowagi globalne – pozycje inwestycyjne netto (jako % PKB)

Źródło: *Ibidem*.

W analizie pokryzysowego kształtowania nierównowag globalnych (Rys. 2) widać tendencję zawężania nierównowag mierzonych saldami na rachunku CA (*flow imbalances*), przy równoczesnym zwiększaniu się nierównowag mierzonych pozycjami inwestycyjnymi netto (Rys. 3) (*stock imbalances*). Może to osłabiać znaczenie sald na rachunku CA jako miary oceny niestabilności makrofinansowej (*macrofinancial vulnerability*). Pogłębiająca się rozbieżność między obiema miarami może sygnalizować wzrost roli zysków kapitałowych netto, a nie sald CA w objaśnianiu pozycji inwestycyjnej netto. Pozycja inwestycyjna netto może wskazywać na zdolność krajów do regulowania zobowiązań płatniczych w średnim i długim okresie. W ocenie MFW rozdźwięk w kształtowaniu globalnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej może się zwiększać. Dlatego też w raportach MFW znajdują się wskazania odnośnie do konieczności monitorowania i ograniczania narastania *stock imbalances*, zarówno w odniesieniu do krajów wierzycielskich, jak i dłużniczych, mimo że w krótkim okresie kraje dłużnicze są najbardziej podatne na nastroje rynkowe i napięcia na rynkach finansowych<sup>99</sup>. Ciekawą asymetrię wykazali E. Alberola i in., badając, czy *stock imbalances* mają stabilizujący, czy destabilizujący wpływ na akumulację

<sup>99</sup> International Monetary Fund, *External Sector Report 2014*, „IMF Policy Papers” 2014; Idem, *External Sector Report 2016*, „IMF Policy Papers” 2016.

zewnątrznego majątku kraju. W przypadku krajów dłużniczych istniejący zasób długu netto ma charakter stabilizujący, gdyż pomaga zredukować nierównowagi handlowe, ograniczyć deficyt CA i zatrzymać przyszłą akumulację długu. W przypadku krajów wierzycielskich dodatni zasób aktywów zagranicznych netto przyczynia się do wzrostu przyszłych nadwyżek CA, gdyż (na skutek albo niskiej marginalnej skłonności do konsumpcji i importu, albo innych czynników) bilanse handlowe nie dostosowują się (wymienione czynniki ograniczają ich pogarszanie się w odpowiedzi na zwiększone wydatki), co potencjalnie prowadzi do destabilizującego wpływu na akumulację majątku. Asymetria ta może mieć istotne implikacje dla globalnego handlu i wzrostu<sup>100</sup>.

Ponadto z badań empirycznych M.D. Chinna wynika, że czynniki, które odgrywały zasadniczą rolę w generowaniu nierównowag przed globalnym kryzysem finansowym, tracą obecnie na znaczeniu. W kształtowaniu obecnych i przyszłych nierównowag globalnych kluczowe znaczenie badacz przypisuje polityce fiskalnej. Zwraca uwagę na słabnącą rolę czynnika demograficznego i poziomu rozwoju gospodarczego<sup>101</sup>. MFW podkreśla ponadto konieczność lepszego rozpoznania zmieniającej się roli oszczędności korporacji w generowaniu nierównowag zewnętrznych<sup>102</sup>. Z kolei M. King podkreśla, że strefa euro zniekształca handel światowy, gdyż wspólna waluta sztucznie zawyża konkurencyjność krajów nadwyżkowych, zwłaszcza Niemiec. Tym samym badacz wskazuje na główną rolę manipulacji kursem walutowym w determinowaniu obecnych nierównowag<sup>103</sup>. Wśród uwarunkowań obecnych nierównowag globalnych P.-O. Gourinchas i H. Rey zwracają uwagę na rolę utrzymującego się niskiego poziomu globalnych realnych stóp procentowych. W krajach nadwyżkowych oszczędzający mogą oszczędzać więcej, jako że efekt dochodowy niskich realnych stóp zwrotu dominuje nad efektem substytucyjnym, podczas gdy popyt inwestycyjny pozostaje przytłumiony. W krajach deficytowych pożyczkobiorcy będą odczuwali zredukowane ciśnienie na dostosowania. Czynniki ten może utrudniać zawężenie nierównowag i odpowiadać za kolejny epizod uporczywych nierównowag globalnych (*persistent global imbalances*)<sup>104</sup>.

100 E. Alberola, Á. Estrada, F. Viani, *Global imbalances from a stock perspective. The asymmetry between creditors and debtors*, „BIS Working Papers” 2018, no. 707.

101 M.D. Chinn, *The once and future...*

102 International Monetary Fund, *External Sector Report 2017*, „IMF Policy Papers” 2017.

103 M. King, *World trade and exchange rates: from the Pax Americana to Multilateral New Order*, Stavros Niarchos Foundation Lectures, Peterson Institute of International Economics, May 2017.

104 P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Global real rates: a secular approach*, paper presented at the conference on „Do changes in the economic landscape require a new policy framework?”, Federal Reserve Bank of San Francisco, April 2017, <https://www.frbsf.org/economic-research/events/2017/april/do-changes-in-the-economic-landscape-require-a-new-policy-framework/> (dostęp: 28.08.2020).

## 5. Paradoks Triffina II

Paradoks (zwany także dylematem) Triffina dotyczy, najogólniej ujmując, niespójności w funkcjonowaniu msw. Został opisany przez R. Triffina w latach 60. XX w. w warunkach funkcjonowania systemu walutowego z Bretton Woods. Obecnie coraz częściej formułuje się tezę, że w ramach współczesnego międzynarodowego systemu walutowego wytworzyła się nowa, „subtelniejsza” odmiana paradoksu (stąd, poprzez analogię do pierwotnej wersji, nazywa się ją paradoksem Triffina II)<sup>105</sup>.

Wspólnymi cechami obu wersji paradoksu są:

- dominująca pozycja jednej waluty rezerwowej,
- immanentny brak odporności systemu na utratę stabilności.

Z dylematem Triffina mamy do czynienia wówczas, gdy wzrastający popyt na aktywa rezerwowe ogranicza zdolność emitenta do dostarczenia ich bezpiecznej ilości, przy zachowaniu wiarygodności i gwarancji stabilnej wartości aktywów. W tradycyjnej interpretacji dylematu Triffina I źródłem niestabilności ówczesnego systemu był asymetryczny wzrost popytu na płynność (rezerwy) i ich podaży. Paradoks Triffina I opierał się na spostrzeżeniu, że aby zapewnić podaż światowych aktywów wolnych od ryzyka, kraj emitujący walutę rezerwową musi posiadać deficyt na rachunku obrotów bieżących, co z kolei powoduje wzrost zadłużenia zagranicznego. W warunkach paradoksu Triffina I istniało ograniczenie wzrostu podaży USD w postaci wymienialności USD na złoto. Spadek rezerw złota w USA przy wzrastającym popycie na rezerwy i przyjętej wymienialności USD na złoto po stałym kursie stały się czynnikami ograniczającymi wiarygodność systemu. Utrzymanie stałej wartości dolara w złocie stawało się coraz trudniejsze, wymuszałyby na USA przyjęcie deflacyjnej polityki pieniężnej. Ograniczenie dostarczania płynnych aktywów rezerwowych dla reszty świata, przy wzroście gospodarki globalnej, oznaczałoby niedobór aktywów rezerwowych, co zahamowałoby międzynarodowe transakcje.

W warunkach paradoksu Triffina II nie ma co prawda problemu pokrycia zobowiązań dolarowych w złocie, jednak wciąż istnieje konflikt interesów między polityką pieniężną USA a długoterminową stabilnością msw. We współczesnej wersji paradoksu nie ma już wątpliwości, czy USA będą miały odpowiednią ilość złota, aby spłacić wszystkie swoje zobowiązania, ale czy będą miały na tyle duży potencjał fiskalny, aby na bieżąco regulować płatności z tytułu rosnącego zadłużenia. Paradoks Triffina II jest zatem „subtelniejszą” wersją pierwszego dylematu, bo nie ma tu gwarancji wymienialności USD na złoto. Zwiększony popyt na aktywa waluty rezerwowej prowadzi do nadmiernego zadłużania się gospodarstw

105 Tezę taką stawiają m.in. P.-O. Gourinchas, H. Rey (*From world banker...*); M. Obstfeld (*The international monetary system...*); P.-O. Gourinchas, H. Rey, N. Govillot (*Exorbitant privilege...*); E. Farhi, M. Maggiori (*A model of international...*).



domowych, przedsiębiorstw, sektora finansowego, rządowego, co może ostatecznie podważyć zaufanie zagranicy odnośnie do obsługiwalności zadłużenia. Tak jak w klasycznym paradoksie, w jego współczesnej wersji globalny wzrost rezerw jest utrzymywany przez deficyty – nie bilansu płatniczego, ale fiskalne<sup>106</sup>. M.D. Bordo i R.N. McCauley podkreślają, że współczesny paradoks Triffina nie ma nic wspólnego z deficytem bilansu płatniczego USA, gdyż odzwierciedla on przepływy netto<sup>107</sup>. W świecie swobodnych międzynarodowych przepływów kapitałowych posiadanie netto aktywów dolarowych przez resztę świata nie jest już uzależnione od deficytu CA. W przypadku tych krajów utrzymywanie bezpiecznych aktywów dolarowych wymaga deficytów budżetowych, w przeciwnym razie będą musiały być one zastąpione aktywami o wysokim poziomie ryzyka, narażając posiadaczy na niewypłacalność emitenta.

Zastanawiając się nad istotą współczesnej odmiany paradoksu, M.D. Bordo i R.N. McCauley podkreślają znaczenie zasobów brutto płynnych dolarowych pasywów utrzymywanych przez zagranicę (potrzebnych dla „naoliwienia” międzynarodowego systemu płatności) i możliwej utraty zaufania inwestorów zagranicznych (w wyniku realizowanych polityk ekonomicznych w USA, nastrojów rynkowych czy też czynników fundamentalnych – jak np. relatywnego rozmiaru gospodarki hegemonia w gospodarce światowej) w utrzymanie wartości USD<sup>108</sup>.

Dlatego też, na co zwraca uwagę M. Obstfeld, istota paradoksu Triffina (zarówno w wersji I, jak i II) tkwi nie tylko w problemie wiarygodności (*the paradox of credibility*), co w tradycyjnej literaturze finansów międzynarodowych jest szczególnie akcentowane, ale zasadniczo w potencjalnej niewypłacalności fiskalnej kraju emitenta. Gospodarka światowa potrzebuje stałej ekspansji zasobów długu publicznego jako miernika wartości, ale ekspansja ta osłabia zdolność długu do pozostawania aktywem bezpiecznym. „Pojemność/zdolność fiskalna” (*fiscal capacity*) USA musi relatywnie spadać wraz ze wzrostem gospodarki globalnej.

M. Obstfeld, analizując uwarunkowania pierwotnej odsłony paradoksu, stawia pytanie, dlaczego rząd USA nie mógł zakupić więcej złota na rynku, aby „spłacić” zagraniczne banki centralne. Brakujące złoto w USA stanowiło wówczas 4,2% rocznego PKB w USA, a federalny dług publiczny brutto „jedynie” 28% PKB. Badacz zwraca uwagę, że jakkolwiek próba zakupu złota na rynkach prywatnych przez rząd USA przełożyłaby się na wzrost cen, powodując z czasem nieobsługiwalność długu.

Elementami nadającymi dynamikę współczesnemu paradoksowi są dwie asymetrie:

- szybszy rozwój krajów *emerging markets* niż krajów rozwiniętych;
- większa wiarygodność krajów rozwiniętych niż krajów *emerging markets*.

106 M. Obstfeld, *The international monetary system...*

107 M.D. Bordo, R.N. McCauley, *Triffin: dilemma or myth?*, „NBER Working Papers” 2018, no. 24195.

108 *Ibidem*.

Obie asymetrie powodują, że popyt na dług krajów rozwiniętych przewyższa podaż bezpiecznego poziomu długu publicznego, powodując utratę jego wiarygodności jako *safe asset*.

W okresie globalnego kryzysu finansowego wiele krajów rozwiniętych (w tym USA) zwiększyło zakres ekspansji fiskalnej. W długim okresie zatem konsolidacja fiskalna w USA jest niezbędna, aby utrzymać płynność i bezpieczeństwo amerykańskich papierów skarbowych. Sugeruje to, że „pojemność fiskalna” USA nie jest nieograniczona.

M. Obstfeld stawia więc zasadnicze pytanie: jak będzie zaspokajany popyt na rezerwy, gdy kraje rozwinięte dokonają konsolidacji fiskalnej, do której tak aspirują? Dostrzega kilka możliwych rozwiązań:

- 1) skierowanie popytu na rezerwy w kierunku bardziej ryzykownych aktywów,
- 2) wzrost wiarygodności krajów *emerging markets*, co prowadziłoby do obniżenia ich popytu na rezerwy, a docelowo uczyniło z nich dostawców aktywów rezerwowych,
- 3) przyspieszenie wzrostu w krajach rozwiniętych, wraz ze spowolnieniem w krajach *emerging markets*.

M. Obstfeld zwraca uwagę, że dwa ostatnie rozwiązania są długookresowe, ale nieuniknione. W przeciwnym razie nowa wersja paradoksu Triffina doprowadzi do niestabilności międzynarodowego systemu walutowego, o czym świadczą doświadczenia z okresu globalnego kryzysu finansowego (np. wzrost popytu na złoto w reakcji na napięcia w zadłużeniu publicznym krajów rozwiniętych).



## Rozdział II

# Kreacja płynności międzynarodowej

## 1. Ewolucja pojęcia i źródła płynności międzynarodowej

Pojęcie płynności międzynarodowej ewoluowało wraz z przeobrażeniami zachodzącymi w gospodarce globalnej. Zanim nastąpił rozwój globalnych rynków kapitałowych, płynność międzynarodowa była utożsamiana z rezerwami walutowymi<sup>1</sup>. W tradycyjnej definicji płynności międzynarodowej („wszystkie aktywa będące w posiadaniu władzy monetarnej, które mogą zostać wykorzystane bezpośrednio lub poprzez przypisaną im wymienną na inne aktywa w celu wsparcia kursu wymiany, kiedy pozycja zewnętrzna jest deficytowa”) pomijano zatem płynność utrzymywaną przez sektor prywatny w krajach o otwartych rachunkach kapitałowych.

Rozróżnienie między pojęciami „płynność międzynarodowa” i „rezerwy walutowe” jest widoczne w klasyfikacji F. Aschingera<sup>2</sup>, który – z punktu widzenia dysponentów – dzieli płynność na dwie kategorie: płynność oficjalną oraz prywatną. Ta pierwsza składa się z:

- płynności bezwarunkowej, którą tworzą rezerwy własne będące do dyspozycji władz niezależnie od warunków; są to złoto, rezerwy dewizowe, pozycje rezerwowe w MFW, SDR;
- płynności warunkowej, czyli zdolności do zaciągania pożyczek zagranicznych; możliwość dysponowania nimi zależy od wierzycieli; płynność warunkową tworzą kredyty MFW, międzynarodowe porozumienia swap, kredyty regionalnych instytucji finansowych.

1 Palais-Royal Initiative, *Reform of the international monetary system: a cooperative approach for the twenty first-century*, February 2011.

2 F. Aschinger, *Das Wahrungssystem des Westens*, Frankfurt am Main 1975, [za:] J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.

Z powyższej klasyfikacji wynika zatem, że rezerwy walutowe, będące pojęciem węższym od płynności międzynarodowej, są tożsame ze składnikami płynności oficjalnej bezwarunkowej.

Płynność prywatną tworzą rezerwy dewizowe banków komercyjnych, funduszy inwestycyjnych i innych instytucji międzynarodowych. Pod względem ilościowym ta kategoria płynności dominuje nad płynnością oficjalną. Większość globalnej płynności jest obecnie tworzona w wyniku operacji międzynarodowych banków i finansowych instytucji niebankowych.

Konsekwencją procesu globalizacji finansowej jest także rozszerzenie pojęcia płynności międzynarodowej o dostęp do zagranicznego kredytu.

W ramach szerokiego rozumienia płynności międzynarodowej B.J. Cohen definiuje ją jako „szeroki zakres międzynarodowych środków płatniczych będących w posiadaniu lub w pełni dostępnych dla krajowych podmiotów sektora publicznego i prywatnego”<sup>3</sup>.

W rozważaniach BIS na temat globalnej płynności brak jest rozróżnienia typów płynności oficjalnej. Podkreślono, że tylko banki centralne mają ostateczną zdolność jej kreacji. W opinii BIS programy pomocowe MFW czy kreacja SDR stanowią „instrument mobilizowania płynności oficjalnej, ale nie są narzędziami kreacji płynności”. Definicja płynności oficjalnej BIS ogranicza ją do „możliwości bezwarunkowego finansowania swoich zobowiązań między władzami monetarnymi”. Banki centralne mają taką możliwość poprzez operacje realizowane w ramach polityki pieniężnej oraz stworzenie dostępu do nadzwyczajnego wsparcia finansowego (*liquidity assistance*)<sup>4</sup>.

W opinii BIS wspólnym elementem płynności prywatnej i oficjalnej jest łatwość finansowania (*ease of financing*)<sup>5</sup>. BIS definiuje płynność globalną w znaczeniu łatwości finansowania na globalnych rynkach finansowych<sup>6</sup>. Płynność prywatna jest endogeniczna w stosunku do warunków globalnego systemu finansowego. Ma charakter procykliczny, uzależniona jest od wielu czynników, takich jak stopy wzrostu i różnice w ich kształtowaniu się, polityka monetarna, regulacja systemu finansowego. Przede wszystkim jednak zależy od skłonności uczestników rynku do dostarczania funduszy lub zawierania transakcji na rynkach finansowych. Istotną jej determinantą jest zatem percepcja ryzyka partnera/kontrahenta transakcji (*counterparty risk*). Dostarczanie płynności w walucie krajowej przez bank centralny jest egzogeniczne, jej skala i warunki nie zależą od dostępności funduszy na rynkach finansowych, tylko od uwarunkowań krajowej polityki monetarnej (np. rodzaj reżimu kursowego) i mechanizmów funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego (np. wymóg pokrycia dla emisji).

3 B.J. Cohen, *The macrofoundation of monetary power*, University of California at Santa Barbara, June 2004.

4 Bank for International Settlements, *Global liquidity – concept, measurement and policy implications*, „CGFS Papers” 2011, no. 45, Committee on the Global Financial System.

5 *Ibidem*.

6 *Ibidem*.

Warunki globalnej płynności są kształtowane na skutek interakcji zachodzących między trzema grupami czynników, które BIS nazywa „mechanizmami transmisyjnymi globalnej płynności”. Są to:

- czynniki makroekonomiczne – takie jak wzrost gospodarczy, kształt polityki monetarnej (stopień restrykcyjności polityki pieniężnej, dyferencjały stóp procentowych), wybór reżimu kursowego, polityka rachunku obrotów kapitałowych<sup>7</sup> i zakres, w jakim wpływają one na nierównowagi globalne. Czynniki te wpływają zarówno na podaż, jak i popyt na globalną płynność;
- inne polityki sektora publicznego (np. polityka zabezpieczeń w transakcjach z bankiem centralnym), w tym regulacje (zasady nadzoru ostrożnościowego) sektora finansowego;
- czynniki finansowe, które wpływają na zachowania uczestników rynków finansowych i pośredników finansowych (np. innowacje finansowe, apetyt na ryzyko)<sup>8</sup>.

W raporcie Palais-Royal Initiative podkreśla się z kolei, że na warunki globalnej płynności wpływa polityka monetarna w głównych centrach finansowych, porozumienia kursowe, innowacje i skłonność do ryzyka w systemie finansowym<sup>9</sup>.

Nie ulega wątpliwości, że w warunkach dużej mobilności przepływów kapitału globalna płynność i jej uwarunkowania mają kluczowe znaczenie dla międzynarodowej stabilności finansowej. Wynika to z co najmniej czterech powodów:

- wraz ze wzrostem integracji finansowej globalne warunki finansowe mają coraz większy wpływ na krajowe warunki gospodarcze, oddziałując na międzynarodowe przepływy kapitałowe oraz dynamikę kredytu, ceny aktywów finansowych i realnych (np. nieruchomości) w poszczególnych krajach;
- globalna płynność może przyczynić się do narastania niestabilności w systemie finansowym w formie dużych niedopasowań walutowych w zapadalności instrumentów;
- niedostatek globalnej płynności ma istotne konsekwencje dla wzrostu globalnego (co wykazały doświadczenia kryzysu 2007–2010);
- odpowiedź krajowych polityk gospodarczych na brak globalnej płynności (np. poprzez akumulację rezerw walutowych) może istotnie wpływać na przepływy kapitałowe i rynki finansowe.

Zatem, jak zwracają uwagę D. Domanski i in., pojęcie płynności globalnej uległo przeorientowaniu<sup>10</sup>. Tradycyjnemu traktowaniu płynności globalnej w kategoriach wyniku realizowanej na poziomie narodowym polityki monetarnej (i postrzeganiu płynności jako głównej determinanty inflacji cen towarów) przeciwstawić należy współczesne postrzeganie płynności przez pryzmat stabilności

7 Rozumiana jako polityka liberalizowania przepływów kapitałowych.

8 Bank for International Settlements, *Global liquidity...*

9 Palais-Royal Initiative, *Reform of the international monetary system...*

10 D. Domanski, I. Fender, P. McGuire, *Assessing global liquidity*, „BIS Quarterly Review”, December 2011.

finansowej. W tym kontekście zasadne jest, obok rozróżniania płynności na oficjalną i prywatną, dokonywanie rozróżnienia aktywów płynnych i niepłynnych, w przypadku których linią podziału jest rynkowa percepcja ryzyka kontrahenta. W okresach napięć na rynkach finansowych pojęcie płynności ulega bowiem zawężeniu, w przeciwieństwie do okresów stabilności, gdzie znacznie więcej aktywów jest uznawanych za płynne, niezależnie od tego, czy są denominowane w kluczowej walucie rezerwowej<sup>11</sup>.

Na skutek powyższych uwarunkowań i procesów pojawia się tendencja do różnicowania pojęcia *international liquidity* (międzynarodowa płynność), rozumianego jako dostęp do kredytu w sytuacji odpływu kapitału, od pojęcia *global liquidity* (globalna płynność), odnoszącego się do poziomu kredytu w ujęciu globalnym. Pojęcie globalnej płynności (jako sumy płynności krajowej i międzynarodowej), mimo braku jednolitej definicji oraz metod jej pomiaru, jest zatem koncepcją z zakresu polityki monetarnej, w odróżnieniu od płynności międzynarodowej, opartej na koncepcji z zakresu bilansu płatniczego<sup>12</sup>.

## 2. Uwarunkowania podaży płynności międzynarodowej i jej zmienność

W raporcie opracowanym przez United Nations dostarczanie płynności międzynarodowej uznano za jedno z trzech fundamentalnych wyzwań, przed jakimi stoi reformowanie msw<sup>13</sup>.

W dużej mierze wynika to z faktu, że w systemie fiducyjnego standardu dolarowego, na skutek zredukowanych ograniczeń w finansowaniu deficytu USA jako kraju emitencie waluty rezerwowej, panuje duża zmienność kształtowania się zarówno deficytu CA, jak i realnego kursu walutowego. W rezultacie USD traci podstawową cechę dobrego międzynarodowego aktywu rezerwowego, jaką jest stabilna wartość. W konsekwencji dużych fluktuacji w deficycie CA kreowanie globalnej płynności staje się także bardziej „kapryśne”<sup>14</sup>.

11 I. Angeloni, A. Bénassy-Quéré, B. Carton, Z. Darvas, C. Destais, J. Pisani-Ferry, A. Sapir, S. Val-lée, *Global currencies for tomorrow: a European perspective*, European Economy, „Economic Papers” 2011, no. 444.

12 *Ibidem*.

13 United Nations, *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System* (Stiglitz Commission), September 2009, New York.

14 Termin użyty przez J. Ocampo, *Resetting the international monetary (non)system*, Oxford University Press, New York 2017.

W analizach United Nations podkreśla się, że u źródeł problemu stoją dwa czynniki: finansowa globalizacja oraz wzrastająca rola prywatnych pośredników finansowych w dostarczaniu międzynarodowej płynności. W obliczu wzrostu globalnej płynności ze źródeł prywatnych dostarczanie tej płynności stało się procykliczne i niestabilne. Przepływy kapitału prywatnego poddane są bowiem globalnym cyklom finansowym, kształtowanym przez czynniki „push” (*push factors*), takie jak strategie inwestorów finansowych polegające na szukaniu jak najwyższej stopy zwrotu (*search for yield*), ich skłonność do lewarowania, decyzje z zakresu polityki pieniężnej krajów rozwiniętych. Skala całkowitych międzynarodowych przepływów kapitału, który płynie do danego kraju, jest determinowana czynnikami „pull” (*pull factors*), takimi jak oczekiwania odnośnie do wzrostu, potrzeby zewnętrznego finansowania, otwartość rachunku kapitałowego<sup>15</sup>. W okresach boomu kreacja płynności prywatnej zwiększa płynność międzynarodową. Z kolei w okresach kryzysu spada apetyt inwestorów na ryzyko, spada też płynność prywatna.

Z powyższego oraz z implikacji paradoksu Triffina II, obrazującego finansowo-behavioralne mechanizmy funkcjonowania współczesnego msw, wynika, że płynność międzynarodowa zależy ostatecznie od pojemności/zdolności fiskalnej (*fiscal capacity*) emitenta, która staje się tym samym kluczową determinantą jej podaży.

## 3. Waluta międzynarodowa

### 3.1. Ewolucja pojęcia waluty międzynarodowej i percepcji procesów internacjonalizacji

W literaturze przedmiotu charakterystyczne jest zamienne posługiwanie się terminem waluta międzynarodowa (*international currency*), waluta kluczowa (*key currency*), waluta rezerwowa (*reserve currency*).

Terminu „waluta międzynarodowa” (*international currency*) lub waluta dominująca (*dominant currency*) P.-O. Gourinchas i in. używają dla określenia waluty głównej siły ekonomicznej gospodarki globalnej (hegemonia). Badacze przyznają, że we współczesnym msw równolegle cyrkuluje kilka walut regionalnych (*regional currency*), odgrywających istotną rolę w systemie<sup>16</sup>.

15 United Nations, *Trade and Development Report...*

16 P.-O. Gourinchas, H. Rey, M. Sauzet, *The international monetary and financial system*, „NBER Working Paper” 2019, no. 25782. Należy jednak podkreślić, że terminy „waluta kluczowa/dominująca/rezerwowa” są pojęciami wprowadzonymi do literatury finansów międzynarodowych



Klasyczną metodą oceny stopnia umiędzynarodowienia waluty krajowej jest wykorzystanie dobrze znanego schematu jej funkcji wprowadzonego do literatury przedmiotu przez B.J. Cohena. Funkcje pieniądza międzynarodowego są powiązane z monetarnymi funkcjami pieniądza. Z modelu B.J. Cohena płynie wniosek, że walutą międzynarodową jest ta, która w gospodarce światowej wypełnia istotną rolę we wszystkich trzech funkcjach pieniądza, ponadto jest szeroko wykorzystywana zarówno przez sferę prywatną, jak i publiczną. Na schemacie B.J. Cohena opierają się badania empiryczne (MFW, EBC) dotyczące stopnia internacjonalizacji wiodących walut w msw.

B. Eichengreen dostrzega sekwencyjność realizacji poszczególnych funkcji waluty międzynarodowej w ramach procesów jej internacjonalizacji. Podkreśla, że procesy zaczynają się od wypełniania funkcji fakturowania i rozliczania transakcji handlowych, po czym przenoszą się na wykorzystywanie waluty w prywatnych transakcjach finansowych, na końcu banki centralne i rządy zgłaszają popyt na walutę w celu utrzymywania rezerw zagranicznych. Badacz zaznacza, że taka sekwencja miała miejsce na początku XX w., kiedy USD zastępował funta szterlinga w funkcji waluty dominującej<sup>17</sup>.

**Tabela 6.** Funkcje pieniądza międzynarodowego

<b>Funkcje pieniądza</b>	<b>Sfera prywatna</b>	<b>Sfera oficjalna</b>
Miernik wartości ( <i>unit of account, numeraire</i> )	Waluta fakturowania handlu i kwotowania cen	Denominator systemu kursów walutowych
Środek płatniczy ( <i>means of payment</i> )	Waluta płatności, tzw. waluta przejścia na rynku dewizowym	Waluta interwencyjna
Środek akumulacji ( <i>store of value</i> )	Składnik płynności międzynarodowej	Waluta rezerwowa

**Źródło:** B.J. Cohen, *Life at the top. International currencies in the twenty-first century*, „Essays in International Economics” 2000, no. 221.

Tradycyjnie w literaturze przedmiotu wyodrębniano trzy determinanty procesu internacjonalizacji walut. Należą do nich: udział kraju emitenta w światowym PKB i światowym handlu, stabilność monetarna i polityczna (rozumiana

---

znacznie wcześniej dla określenia waluty zdolnej do zastępowania złota w funkcji waluty rezerwowej. Z założenia chodziło o USD. Pojęcie „waluta międzynarodowa” pojawiło się później, wraz z wyłonieniem się systemu wielodewizowego, co oznacza, że w funkcji waluty międzynarodowej może występować wiele walut, wypełniając różne funkcje pieniądza.

17 B. Eichengreen, A. Mehl, L. Chițu, *How global currencies work: past, present, and future*, Princeton University Press, Princeton 2017.

jako zdolność banku centralnego do realizacji wiarygodnej polityki antyinflacyjnej oraz stabilność instytucji i systemu prawnego) oraz funkcjonowanie głębokiego i płynnego rynku finansowego, otwartego na międzynarodowe przepływy kapitałowe. W literaturze pokryzysowej coraz częściej można spotkać pogląd, że powyższy zestaw determinant jest niewystarczający. Wyodrębnia się czwartą determinantę w postaci pojemności/zdolności fiskalnej emitenta (*fiscal capacity*), rozumiejąc ją jako przestrzeń dla ekspansji fiskalnej, pozwalającą na dostarczenie publicznych aktywów bezpiecznych. W kontekście powyższego spostrzeżenia B. Eichengreen formułuje tezę, że w obecnym msw status waluty międzynarodowej zależy przede wszystkim od kierunku przyszłej polityki fiskalnej emitenta<sup>18</sup>.

Wzrost świadomości konieczności przekształcenia obecnego systemu wielowalutowego opartego na nadmiernej pozycji USD w kierunku alternatywnych rozwiązań sprawił, że rozpoczęto również dyskusję nad potencjalnymi efektami spadku zakresu internacjonalizacji dla kraju emitenta. Jest to nowe podejście, o ile dotychczasowa dyskusja koncentrowała się na korzyściach osiągniętych z procesu umiędzynaradawiania, rozważania nad kierunkami reformy msw zaczynają uwzględniać także przeciwstawne procesy.

**Tabela 7.** Efekty zredukowanej internacjonalizacji USD

Rodzaj	Zakres efektu	Komentarz
Seigniorage	Mały	Dochody z seigniorage'u są stosunkowo niskie; USD w obiegu poza USA nie zmieni się znacznie
Koszty finansowania dla USA	Wzrost z obecnego niskiego poziomu	USA nie będą czerpały zysku z „nadzwyczajnego przywileju” w finansowaniu; zredukowany popyt na rezerwy w USD podniesie koszt finansowania
Wartość USD	Deprecjacja	Wynikająca z niższego popytu netto na USD
Izolacja USA od szoków zewnętrznych	Zredukowana autonomia w polityce	Zmiana walut fakturowania; ceny importowe i konsumpcja bardziej narażone na szoki zewnętrzne i zmiany kursów walutowych
Polityka fiskalna	Bardziej restrykcyjna, <i>crowding out</i>	Wyższe koszty finansowania podnoszą płatności odsetkowe dla kredytodawców i wypychają krajowe wydatki
Wpływ USA na gospodarkę globalną	Zredukowany – zakres wpływu nieznany	Wpływ na linie swapowe w USD; <i>flight to quality</i> ; aktywa w USD w roli aktywów bezpiecznych

**Źródło:** L.S. Goldberg, *The international role of the dollar: Does it matter if this changes?*, „Federal Reserve Bank of New York Staff Reports” 2011, no. 522.

18 B. Eichengreen, *Exorbitant privilege. The rise and fall of the dollar*, Oxford University Press, Oxford–New York 2011.

Z badań L.S. Goldberg nad skutkami zredukowanej internacjonalizacji USD dla gospodarki amerykańskiej wynika, że wpływ ten na dochody z seigniorage'u jest nieznaczny, przy uwzględnieniu środowiska niskich stóp procentowych. Dodatkowo czynnikiem łagodzącym utratę dochodów z seigniorage'u jest wzrost wykorzystania elektronicznych środków płatności w popycie na gotówkę. Zredukowany popyt zagraniczny na amerykański dług sektora publicznego podniesie koszty finansowania dla USA, w konsekwencji prowadząc do wyższego kosztu długu i rosnącego wypychania wydatków krajowego sektora publicznego i prywatnego. Zredukowany popyt doprowadzi także do deprecjacji USD. Wykorzystywanie USD w roli waluty fakturowania handlu oraz denominowania pożyczek i kredytów umożliwiło USA izolację od szoków zagranicznych. Niska wrażliwość amerykańskich cen importowych na zmiany kursów walutowych (wynikająca z fakturowania handlu w USD) powoduje mniejszą zmianę wydatków pomiędzy dobrami krajowymi i zagranicznymi na skutek zmian kursowych. W szczególności zredukowane wykorzystanie USD w powyższych funkcjach może zwiększyć skalę przenoszenia zmian kursu na krajowe ceny (*pass-through*) i ostatecznie zwiększyć wrażliwość cen na fluktuacje kursowe. Wzrost skali fakturowania handlu w innych walutach może zwiększać ciężar dostosowawczy w USA<sup>19</sup>.

Jednocześnie, na skutek globalizacji finansowej, wyzwań stojących przed multilateralizmem oraz przyjmowania nowych strategii polityki pieniężnej przez banki centralne, w ciągu ostatnich dwóch dekad nastąpiła modyfikacja tradycyjnego ujęcia bilansu korzyści i kosztów internacjonalizacji waluty. Modyfikacja ta powoduje, że znaczenie niektórych efektów procesu internacjonalizacji zmalało (jak znaczenie seigniorage'u), pojawiły się także nowe (jak *exorbitant duty*).

**Tabela 8.** Korzyści i koszty internacjonalizacji waluty – ujęcie tradycyjne

Korzyści	Koszty
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Seigniorage</li> <li>• Niższe koszty transakcyjne i hedgingu</li> <li>• <i>Exorbitant privilege</i> (niższe koszty finansowania zewnętrznego)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Utrudniona kontrola agregatów monetarnych</li> <li>• Zmienność przepływów kapitałowych</li> </ul>

**Źródło:** European Central Bank, *The international role of the euro*, Frankfurt am Main, June 2019.

W ramach nowego podejścia uznaje się większą rolę waluty międzynarodowej w globalnej transmisji impulsów krajowej polityki pieniężnej. Podstawowymi kanałami transmisji są kanał kursowy i kanał międzynarodowych rynków kredytowych, działający w ramach globalnych grup bankowych. Polityka pieniężna emitenta waluty międzynarodowej (wraz z globalnym apetytem na ryzyko)

19 L.S. Goldberg, *The international role of the dollar: Does it matter if this changes?*, „Federal Reserve Bank of New York Staff Reports” 2011, no. 522.

wpływa na globalne cykle w przepływach kapitału i ceny aktywów finansowych. Z drugiej strony, czynnik zagraniczny może wpływać na warunki finansowe i monetarne kraju emitenta (poprzez zdolność zagranicy do obniżania długoterminowych stóp procentowych), co potwierdzają doświadczenia z nierównowagami globalnymi. Ponadto uznaje się obecnie, że wpływ zagranicznych czynników na krajowe warunki finansowe i monetarne nie jest specyfiką kraju emitenta waluty rezerwowej, ale cechą każdej finansowo otwartej gospodarki, stąd złagodzenie poglądu na temat negatywnych konsekwencji zmienności przepływów kapitału dla emitenta waluty międzynarodowej. Z badań N. Arreguiego i in. wynika, że globalne warunki finansowe odpowiadają za około 20–40% zmienności w krajowych warunkach finansowych. Badacze nie wykazują przy tym, aby rynki finansowe w walutach międzynarodowych charakteryzowały się większą zmiennością niż w pozostałych krajach<sup>20</sup>. Ponadto dominuje obecnie pogląd, że im bardziej waluta krajowa jest wykorzystywana do fakturowania międzynarodowych transakcji handlowych, tym mniejszy jest efekt *pass-through* na ceny importowe wynikające ze zmian kursowych. Dotyczy to nie tylko krótkiego okresu, kiedy ceny są lepkie, ale także długiego okresu, kiedy następują dostosowania ze strony producentów.

**Tabela 9.** Korzyści i koszty internacjonalizacji waluty – modyfikacja podejścia

Korzyści	Koszty
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Seigniorage</li> <li>• Niższe koszty transakcyjne i hedgingu</li> <li>• <i>Exorbitant privilege</i> (niższe koszty finansowania zewnętrznego)</li> <li>• Większa autonomia polityki pieniężnej</li> <li>• Silniejsza międzynarodowa transmisja polityki pieniężnej</li> <li>• Niższy <i>pass-through</i> obniżający wpływ zewnętrznych szoków na inflację</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Utrudniona kontrola agregatów monetarnych (?)</li> <li>• Zmienność przepływów kapitałowych (?)</li> <li>• <i>Exorbitant duty</i> (silniejszy kurs w okresach napięć na rynkach finansowych)</li> <li>• Słabszy wpływ polityki pieniężnej na ceny importowe</li> </ul>

Źródło: *Ibidem*.

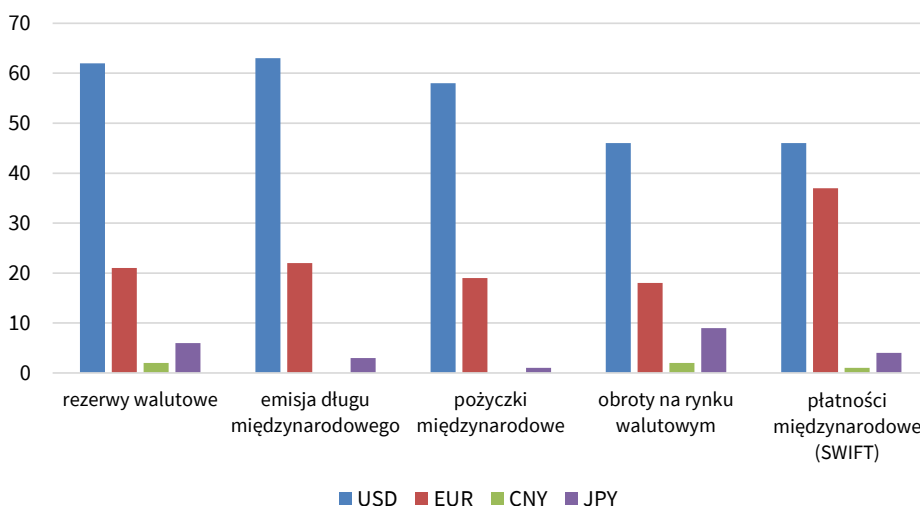
W zmodyfikowanym podejściu przyznaje się, że „nadzwyczajny przywilej” może być osiągnięty przez większą liczbę krajów. EBC wykazuje, że *exorbitant privilege* osiągnięty przez niektóre kraje strefy euro jest znaczny. Zakupy pierwszorzędного długu publicznego niektórych krajów strefy euro przez zagraniczny sektor oficjalny zawęziły premię terminową dla długoterminowych dochodowości papierów skarbowych o około 110 punktów bazowych, w porównaniu z około 160 punktami bazowymi osiąganymi przez USA<sup>21</sup>.

20 N. Arregui, S. Elekdag, R.G. Gelos, R. Lafarguette, D. Seneviratne, *Can countries manage their financial conditions amid globalization?*, „IMF Working Paper” 2018, no. 18/15.

21 European Central Bank, *The international role of the euro*, Frankfurt am Main, June 2019.

### 3.2. Waluty międzynarodowe we współczesnym systemie wielowalutowym

Badania empiryczne dotyczące współczesnych walut międzynarodowych potwierdzają dominującą rolę USD (*dominant currency*), tuż za nim plasuje się EUR, odgrywające kluczową rolę w funkcjach waluty międzynarodowej. Z globalnego punktu widzenia EUR można uznać za walutę dominującą w regionie (*regional currency*), rzadziej wykorzystywaną w innych częściach świata. Do pozostałych walut odgrywających ważną rolę w poszczególnych funkcjach waluty międzynarodowej należą GBP, CHF oraz JPY.



**Rysunek 4.** Dominacja USD w funkcjach waluty międzynarodowej

**Źródło:** opr. własne za: European Central Bank, *The international role of the euro*, Frankfurt am Main, June 2019.

USD jest kluczową walutą wykorzystywaną na rynkach walutowych (zaangażowaną w około 90% transakcji rynku walutowego) oraz głównym aktywnym rezerwowym, dominującą walutą przejścia, fakturowania handlu i denominowania długu. Ponad połowa handlu odbywającego się poza USA jest denominowana w USD. Tym niemniej, jak zauważają E. Ilzetzki i in., supremacja USD w msw nie wynika z dominującej roli kraju emitenta w gospodarce światowej. Badacze nie potwierdzają tym samym przewidywań teoretycznych dotyczących determinant procesów internacjonalizacji. Dla przykładu, 1/4 światowego eksportu pochodzi z krajów strefy euro, z USA zaś tylko 9%. Również w dostarczaniu ak-

tywów finansowych Unia Gospodarcza i Walutowa (UGiW) znajduje się znacznie poniżej możliwości potencjału gospodarczego<sup>22</sup>.

Z punktu widzenia stabilności msw szczególne znaczenie ma funkcja waluty rezerwowej. Widoczna jest w niej dominacja USD, choć udział USD w globalnych rezerwach spadł w ostatnich dekadach. O ile w 1978 r. udział USD w portfelu rezerw wynosił 75%, to na początku lat 2000 było to 70%, zaś na koniec 2015 r. – ponad 60%. Należy jednak pamiętać, że w 2013 r. statystyki globalnej kompozycji rezerw walutowych obejmowały tylko około połowę ich zasobów, natomiast w 2019 r. udział ten wyniósł już 94% (tzw. *allocated reserves*). Dlatego też, ze względu na efekt statystyczny wynikający ze zmian w raportowaniu, dywersyfikację w kompozycji rezerw (w tym spadek udziału USD) w uwzględnieniu dynamiki ich kształtowania się należy oceniać ostrożnie<sup>23</sup>.

**Tabela 10.** Udział USD i EUR w globalnych rezerwach walutowych (w %)

Waluta	2000	2004	2011	2016
USD	71	65	62	63
EUR	18	24	25	20

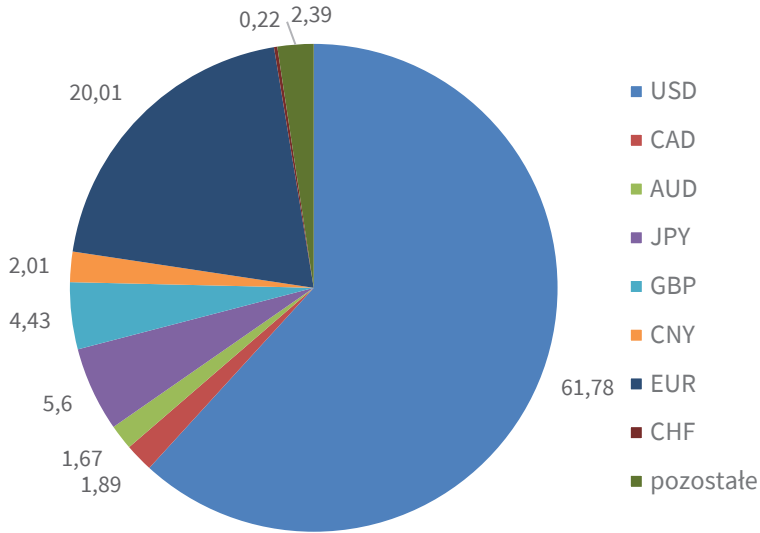
Źródło: IMF, International Financial Statistics.

W ciągu dekady 2000–2010 miała miejsce stopniowa dywersyfikacja portfela rezerw walutowych w kierunku EUR, szczególnie widoczna w grupie krajów *emerging markets*. Dywersyfikacja ta w dużej mierze przypisywana była zmianom kursów (trendom deprecjacji USD), bardziej niż intencjonalnej polityce dywersyfikacyjnej (tzw. pasywna dywersyfikacja). Spadek popytu na EUR jako walutę rezerwową od 2011 r. związany był z europejskim kryzysem zadłużeniowym. Wzrost udziału EUR w globalnych zasobach rezerw widoczny od 2018 r. jest związany z intencjonalną polityką dywersyfikacji rezerw (tzw. aktywna dywersyfikacja) banków centralnych wobec obaw o napięcia i sankcje w handlu międzynarodowym. Dobrym przykładem jest bank centralny Rosji, który w 2018 r. dokonał istotnej dywersyfikacji portfela rezerw, zwiększając udział EUR i RMB kosztem USD. Z udziałem rządu 39% EUR jest obecnie główną walutą rezerwową w portfelu rezerw banku centralnego Rosji<sup>24</sup>.

22 E. Ilzetzki, C.M. Reinhart, K.S. Rogoff, *Why is the euro punching below its weight?*, „NBER Working Paper” 2020, no. 26760.

23 E.S. Prasad, *Has the dollar lost ground as the dominant international currency?*, „Global Economy and Development at Brookings”, September 2019. Istotne znaczenie ma fakt, że Chiny rozpoczęły ujawnianie MFW kompozycji walutowej rezerw w 2014 r.

24 European Central Bank, *The international role of the euro*, Frankfurt am Main, June 2019.



**Rysunek 5.** Struktura rezerw walutowych (*allocated reserves*), 2019

**Źródło:** IMF, International Financial Statistics.

Inną funkcją, w której następuje wzrost znaczenia EUR jako waluty międzynarodowej, jest funkcja inwestycyjna (emisji międzynarodowego długu i utrzymywania międzynarodowych depozytów). Udział EUR jako waluty fakturowania handlu pozostaje na względnie stałym poziomie.

Wśród czynników przemawiających za wzrostem roli EUR jako waluty międzynarodowej należy wymienić:

- istnienie unii walutowej, w tym kluczowego eksportera w gospodarce światowej;
- wybieranie EUR jako stabilizacyjnej kotwicy nominalnej dla wielu gospodarek w regionie;
- integrację rynków finansowych, zapewniającą dywersyfikację źródeł pozyskania i lokowania kapitału.

Zastanawiając się nad czynnikami ograniczającymi wykorzystanie EUR jako waluty międzynarodowej, E. Ilzetzki i in. wskazują na rolę czynników strukturalnych:

- brak centrum finansowego;
- ograniczony zasięg geopolityczny;
- dominację USA i Chin w nakładach na nowe technologie;
- niedobór aktywów denominowanych w EUR, w tym aktywów mogących pełnić funkcję *safe assets*<sup>25</sup>.

25 E. Ilzetzki, C.M. Reinhart, K.S. Rogoff, *Why is the euro...*

Wśród czynników osłabiających perspektywy internacjonalizowania EUR wymienia się ponadto:

- słabości instytucjonalne;
- ograniczony potencjał wzrostu gospodarczego, mały potencjał wzrostowy w zakresie PKB i produktywności;
- fragmentaryzację rynków finansowych;
- różnice w systemach podatkowych i politykach rynku pracy.

Niewątpliwie istotnym czynnikiem ograniczającym jest brak unifikacji rynku publicznych instrumentów dłużnych, które mogłyby stać się globalnym aktywem bezpiecznym, zdolnym do substytuowania USD. Dekonwergencja rentowności obligacji rządowych, obserwowana w czasie globalnego kryzysu finansowego, wykazała, że dopóki poszczególne rządy krajów członkowskich pozostaną gwarantami zadłużenia, dopóty będą istniały różnice w ryzyku i stopach procentowych. Wzmocnienie jakości kredytowej długu publicznego poprzez prowadzenie zrównoważonych polityk fiskalnych, a w dłuższym okresie kreacja wspólnego unijnego aktywów bezpiecznego niewątpliwie przyczyniłyby się do wzrostu podaży aktywów bezpiecznych denominowanych w EUR, wzmocnienia roli EUR jako waluty międzynarodowej, a także symetrycznej dystrybucji *exorbitant privilege* w krajach strefy euro.

Co istotne, pomimo powyższych słabości strefy euro, ograniczających możliwości dalszej internacjonalizacji EUR, zmieniło się oficjalne nastawienie władz unijnych. Od momentu wejścia w życie UGiW w 1999 r. w Eurosystemie obowiązywała polityka neutralności wobec internacjonalizowania EUR. Potwierdza to przemówienie pierwszego prezesa EBC W. Duisenberga z 1999 r., powtórzone następnie w Biuletynie Miesięcznym EBC, gdzie padło stwierdzenie, że „status waluty jest procesem sterowanym rynkowo, a władze publiczne nie będą ani hamować, ani stymulować procesu internacjonalizacji euro”<sup>26</sup>. W grudniu 2018 r. Komisja Europejska podjęła inicjatywę dotyczącą zwiększenia międzynarodowej roli EUR. W toku dalszych dyskusji uznano, że dla zwiększenia stopnia internacjonalizacji waluty niezbędne są działania w czterech obszarach:

- ukończenie budowy unii bankowej oraz pogłębianie unii rynków kapitałowych;
- wzrost stabilności, głębokości i autonomii europejskiego sektora finansowego (poprzez wzrost płynności i odporności infrastruktury rynkowej, reformę benchmarkowych stóp procentowych w strefie euro i systemów płatności);
- podejmowanie inicjatyw dotyczących międzynarodowego sektora finansowego. W tym celu niezbędne jest promowanie wykorzystywania euro jako waluty płatności i waluty rezerwowej oraz zapewnianie wsparcia technicznego dla krajów trzecich w wykorzystywaniu waluty w systemach płatności. Innym działaniem może być zachęcanie instytucji i mechanizmów (takich jak Europejski Mechanizm Stabilizacyjny czy Europejski Bank Inwestycyjny) do zwiększania udziału długu denominowanego w euro;

26 Za: European Central Bank, *The international role of the euro*, June 2019.



- wzrost wykorzystania waluty w innych sektorach i rynkach, takich jak ropa naftowa, gaz, surowce naturalne i artykuły rolne, transport (linie lotnicze, koleje)<sup>27</sup>.

Wydaje się, że zmiana w podejściu władz Eurosystemu do międzynarodowego wykorzystania waluty jest w dużej mierze wynikiem przeorientowania poglądów odnośnie do korzyści i kosztów internacjonalizacji waluty.

E. Ilzetzki i in. zwracają uwagę, że czynnikiem, który podtrzymywał dominację USD w msw, był intensywny wzrost znaczenia gospodarek azjatyckich (których waluty mają systemy kursowe stabilizowane do USD) w gospodarce globalnej. Dlatego też możliwości wyjścia EUR poza rolę waluty regionalnej są determinowane w Azji – wzrost międzynarodowej roli EUR jest pochodną wzrostu jego wykorzystania w stabilizowanych reżimach kursowych stosowanych w Chinach i innych gospodarkach azjatyckich. Wojna handlowa między Chinami a USA może być czynnikiem sprzyjającym internacjonalizacji EUR<sup>28</sup>.

Niewątpliwie nowym zjawiskiem współczesnego msw jest dokonująca się powoli internacjonalizacja walut krajów *emerging markets*, na czele z chińskim RMB (CNY)<sup>29</sup>, wynikająca z dynamicznego wzrostu znaczenia Chin w światowym handlu i gospodarce. Zjawisko to można traktować jako swojego rodzaju innowację w finansach międzynarodowych, gdyż tradycyjnie walutą międzynarodową mogła zostać waluta kraju rozwiniętego<sup>30</sup>. Internacjonalizacja RMB jest zjawiskiem o tyle ciekawym, że jest aktywnie wspierana przez władze centralne, ponadto jest przeprowadzana stopniowo, równoległe do procesów rozwoju rynku finansowego (zwłaszcza rynku obligacji i akcji) i liberalizacji przepływów kapitałowych.

W szczególności wzrosła rola RMB jako globalnej waluty rezerwowej, w 2018 r. jej udział stanowił 2% globalnych zasobów rezerw, co stanowiło podwojenie w stosunku do roku poprzedniego<sup>31</sup>. Włączenie RMB do koszyka SDR w 2016 r. jest uznaniem wyłaniającej się funkcji waluty rezerwowej. Po rewizji koszyka waga RMB wynosi 10,9%. Włączenie RMB do koszyka odbyło się głównie kosztem EUR (które odnotowało 6,5-proc. redukcję udziału), udział USD i pozostałych walut pozostał praktycznie niezmienny. Zdaniem E.S. Prasada świadczy to o tym, że wyłanianie się nowych walut rezerwowych i wzrost znaczenia istniejących odbywa się głównie kosztem EUR, a nie USD<sup>32</sup>.

27 *Ibidem*.

28 E. Ilzetzki, C.M. Reinhart, K.S. Rogoff, *Why is the euro...*

29 Oficjalna nazwa chińskiej waluty to renminbi (RMB). W znaczeniu waluty rozliczeniowej używane jest zazwyczaj określenie juan chiński (CNY).

30 Szerzej na ten temat: J. Bogotębska, *Internacjonalizacja walut krajów emerging markets jako nowe zjawisko w finansach międzynarodowych*, „International Business and Global Economy” 2014, no. 33.

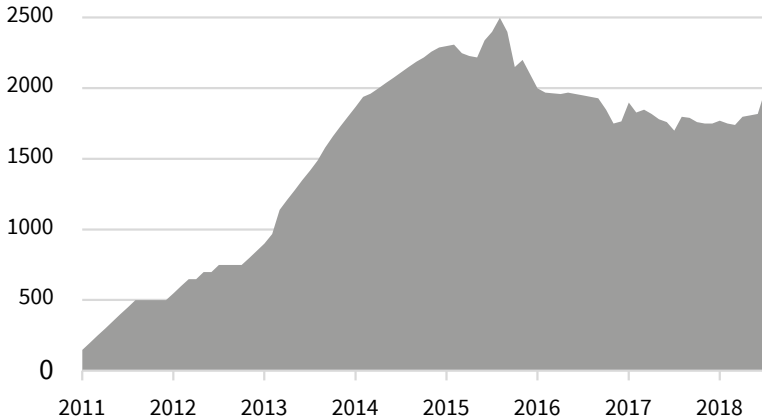
31 European Central Bank, *The international role of the euro*, June 2019.

32 E.S. Prasad, *Has the dollar lost ground...*

Analizując procesy umiędzynaradawiania RMB, należy podkreślić istotny wzrost RMB jako waluty fakturowania i rozliczania chińskiego handlu – z 0% w 2010 r. do 25% w 2015 r.

W pozostałych funkcjach udział RMB w 2018 r. spadł w porównaniu do 2015 r., kiedy osiągnął największe poziomy.

Postępujący w latach 2011–2015 proces internacjonalizacji RMB obrazuje złożony wskaźnik internacjonalizacji, wykorzystywany przez EBC.



**Rysunek 6.** Zmiany w złożonym wskaźniku internacjonalizacji RMB

**Źródło:** opr. własne za: European Central Bank, *The international role of the euro*, Frankfurt am Main, June 2019.

Wśród podejmowanych ostatnio przez władze chińskie inicjatyw mających na celu zwiększenie stopnia internacjonalizacji waluty należy wymienić „Belt and Road Initiative” – działanie wspierające wykorzystanie RMB jako waluty fakturowania handlu i pozwalające na stworzenie bezpośrednich sieci handlowych między Chinami a innymi gospodarkami<sup>33</sup>. Ponadto Shanghai International Energy Trading Centre rozpoczęło denominowanie w RMB kontraktów futures na ropę naftową, mając na celu wzrost ich znaczenia dla kwotowań surowca w regionie Azji i Pacyfiku. W ciągu zaledwie kilku miesięcy wolumeny transakcji kontraktami osiągnęły poziomy nieodbiegające znacznie od uznanych globalnie benchmarków, takich jak WTI czy Brent. W planach jest także rozpoczęcie handlu produktami finansowymi bezpośrednio w RMB. Czynnikiem sprzyjającym jest niewątpliwie ekspansja chińskiego systemu bankowego, umożliwiająca finansowanie handlu w RMB<sup>34</sup>.

33 European Central Bank, *The international role of the euro*, June 2019.

34 *Ibidem*.

Możliwości odegrania większej roli przez RMB jako walutę międzynarodową zależą od wielu czynników, m.in. od funkcjonowania głębokich i płynnych rynków finansowych, liberalizacji rynków finansowych i walutowych oraz dalszej ewolucji reżimu kursowego. Obserwowany proces internacjonalizacji RMB potwierdza tezę B. Eichengreena o istniejącej logice tego procesu, wyrażającej się w sekwencyjności działań – rozpoczynanych przez funkcję fakturowania i rozliczania transakcji handlowych.

### 3.3. SDR w roli waluty międzynarodowej

SDR są powszechnie uznawane za komponent oficjalnej płynności międzynarodowej, przez MFV z kolei definiowane są jako międzynarodowy aktyw rezerwowy. Zdaniem M. Obstfelda jednak mechanizm kredytowy, na podstawie którego funkcjonują, pozwala co prawda na zwiększenie siły nabywczej kraju, ale nie stanowi źródła kreacji pieniądza<sup>35</sup>. Kraje otrzymują bowiem oprocentowanie z tytułu utrzymywania SDR, ale jednocześnie muszą płacić oprocentowanie ze względu na otrzymywane alokacje. W tym sensie SDR są zarówno aktywem, jak i pasywnem.

SDR są „pieniędzem banku centralnego”, bo tylko banki centralne akceptują je jako środek płatniczy. Podstawowa różnica między SDR a innymi aktywami rezerwowymi polega na tym jednak, że nie mogą być one bezpośrednio wykorzystane do interweniowania na rynku walutowym. Muszą zostać wymienione na inną walutę potrzebną do interwencji.

Alokacje SDR odbywają się z uwzględnieniem trzech kryteriów: długoterminowych potrzeb, globalnego charakteru oraz uzupełniania istniejących aktywów rezerwowych<sup>36</sup>. Do tej pory przeprowadzono tylko trzy alokacje SDR, co wskazuje na kontrowersje, jakie budzi ten silnie upolityczniony mechanizm kreacji płynności międzynarodowej. Celem dwóch pierwszych alokacji było zwiększenie płynności międzynarodowej, zaś ostatnia, największa (z 2009 r.) miała charakter antycyklicznego zarządzania płynnością, stanowiła zatem instrument *emergency lending*, a co za tym idzie, nie została dokonana na podstawie oceny długookresowego zapotrzebowania.

Alokacje SDR są dokonywane proporcjonalnie do kwot udziałowych w MFV, co rzutuje na to, że ich głównymi dysponentami są nadal, mimo poprawy dystrybucji między różnymi grupami krajów w kolejnych alokacjach, kraje rozwinięte.

35 M. Obstfeld, *The SDR as an international reserve asset: what future?*, „Rapid Response” 2011, no. 11/0885, International Growth Centre.

36 J. Ocampo, *Resetting the international...*

**Tabela 11.** Alokacje SDR z uwzględnieniem poziomu rozwoju krajów (w mln SDR)

Wyszczególnienie	Alokacje (w mln SDR)			Udział % w całkowitej alokacji		
	1970– 1972	1979– 1981	2009	1970– 1972	1979– 1981	2009
Kraje wysoko rozwinięte: OECD	6,796	7,906	108,879	73,6	65,8	59,6
USA	2,294	2,606	30,416	24,8	21,7	16,6
Japonia	377	514	11,393	4,1	4,3	6,2
Inne	4,125	4,786	67,070	44,7	39,8	36,7
Kraje wysoko rozwinięte: nie OECD	17	127	3,588	0,2	1,1	2,0
Kraje Zatoki Perskiej	0	78	2,057	0,0	0,7	1,1
Z wyłączeniem Zatoki Perskiej	17	49	1,531	0,2	0,4	0,8
Kraje na średnim poziomie rozwoju	1,488	2,730	54,173	16,1	22,7	29,6
Chiny	0	237	6,753	0,0	2,0	3,7
Z wyłączeniem Chin	1,488	2,493	47,420	16,1	20,7	26,0
Kraje na niskim poziomie rozwoju	933	1,254	16,095	10,1	10,4	8,8
Całkowita alokacja	9,234	12,016	182,734	100,0	100,0	100,0

**Źródło:** J. Ocampo, *Resetting the international monetary (non)system*, Oxford University Press, New York 2017.

W trakcie pierwszej alokacji w latach 1970–1972 kraje rozwinięte otrzymały 74% całkowitej alokacji, kraje na średnim poziomie rozwoju – 16%, zaś te na niskim poziomie tylko około 10%. W trakcie drugiej alokacji (1979–1981) udział krajów rozwiniętych spadł do 67%, krajów na średnim poziomie rozwoju wzrósł do 23%, nieznacznie wzrósł też udział krajów na niskim poziomie rozwoju. W trakcie trzeciej alokacji udział krajów na średnim poziomie rozwoju wzrósł do blisko 30%, ale udział krajów na niskim poziomie spadł poniżej 9%. Udział krajów rozwiniętych spadł do 62%, przy czym spadającemu udziałowi krajów OECD towarzyszył rosnący udział krajów nienależących do OECD. Spadający, ale wciąż wyraźnie dominujący udział krajów rozwiniętych w zasobach SDR przy skromnym, choć rosnącym udziale krajów *emerging markets* i marginalnym udziale krajów na niskim poziomie rozwoju, tworząc dodatkową asymetrię w dostępie do płynności międzynarodowej, osłabia tym samym sprawność msw.

Przeanalizowawszy funkcjonowanie rynku SDR, J. Ocampo wyciąga interesujące wnioski:

- 1) Pomimo małego udziału w alokacjach kraje rozwijające się częściej wykorzystują SDR do celów bilansu płatniczego.
- 2) SDR są ważnym aktywem rezerwowym w przypadku krajów rozwiniętych, co odzwierciedla ich dominującą rolę zarówno jako sprzedawców, jak i nabywców waluty.

3) Rynek SDR jest nieduży, w roku największych obrotów (2016) ciągnięcia netto wynosiły jedynie 34 mld SDR, co stanowi niewielki odsetek globalnych rezerw<sup>37</sup>.

Należy zauważyć, że SDR stanowią obecnie nieznaczną część globalnych zasobów rezerw. Wyłączając z tej puli złoto, po pierwszej alokacji z lat 1970–1972 SDR stanowiły 8,4% globalnych rezerw, zaś po trzeciej alokacji z 2009 r. stanowią 3,7%. Są marginalnym składnikiem rezerw walutowych w krajach *emerging markets*, w 2015 r. stanowiły 1,1%, ale w 2008 r. – przed ostatnią alokacją – ich udział wyniósł zaledwie 0,1%<sup>38</sup>. Również w pozostałych funkcjach waluty międzynarodowej ich wykorzystanie jest nieistotne. Obecnie żaden kraj członkowski MFW nie stosuje SDR jako jednostki odniesienia w swoim systemie kursowym<sup>39</sup>. Wynika to przede wszystkim z faktu, że kraje rozwinięte, posiadające wyższe zasoby SDR, powszechnie wybierają reżimy płynne. Z kolei kraje *emerging markets* i na niskim poziomie rozwoju, które znacznie częściej stosują stabilizowane reżimy kursowe, posiadając ograniczone zasoby SDR (co wynika ze wspomnianego mechanizmu alokacji, przenoszącego się na strukturę rezerw walutowych), wybierają USD lub EUR. Ograniczenie stosowania SDR jedynie do sfery oficjalnej, wynikające ze statutu MFW, stanowi istotną barierę uniemożliwiającą przekształcenie SDR w walutę międzynarodową<sup>40</sup>.

## 4. Aktywa bezpieczne

### 4.1. Pojęcie i uwarunkowania podaży aktywów bezpiecznych

Pojęcie aktywów bezpiecznych dla opisywania inwestycji o niskim ryzyku pojawiło się w literaturze przedmiotu od kilku dekad. Jednakże dopiero w opublikowanym w 2012 r. przez MFW Raporcie o Globalnej Stabilności Finansowej (Global Financial Stability Report) dokonano usystematyzowania definicji, funkcji, atrybutów i uwarunkowań popytowo-podażowych aktywów bezpiecznych<sup>41</sup>. W raporcie tym aktywa bezpieczne zostały uznane za „kamień węgielny systemu finansowego”.

<sup>37</sup> *Ibidem*.

<sup>38</sup> K. Twarowska, *Rola SDR w perspektywie zmian zasad funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2018, vol. 335, nr 3.

<sup>39</sup> *Ibidem*.

<sup>40</sup> Szerzej o barierach, w podziale na wewnętrzne i zewnętrzne: D.A. Skopiec, *Rola specjalnych praw ciągnięcia we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym*, „Gospodarka Narodowa” 2015, no. 5, vol. 279.

<sup>41</sup> International Monetary Fund, *Safe assets: financial system cornerstone*, Global Financial Stability Report, April 2012.

Według najbardziej rozpowszechnionego ujęcia aktywa bezpieczne są definiowane jako każdy dług, który gwarantuje ustaloną wartość pieniądza w przyszłości bez ryzyka niewypłacalności emitenta. Idąc takim tokiem rozumowania, P.-O. Gourinchas i O. Jeanne definiują aktywa bezpieczne jako płynne roszczenie wobec długu pozbawionego ryzyka niewypłacalności. Jest to dług, który gwarantuje stałą ilość pieniądza w przyszłości<sup>42</sup>. MFW definiuje *safe assets* przez pryzmat cech charakterystycznych: zdolności do zapewnienia stabilnych przychodów oraz zachowania wartości portfela<sup>43</sup>. Z kolei dla R.J. Caballero i in. *safe assets* to prosty instrument dłużny, który gwarantuje inwestorom zachowanie jego wartości w okresie niekorzystnych zjawisk gospodarczych<sup>44</sup>. Aspekt ten podkreślają także M.M. Habib i in., uznając, że szczególnie istotna jest zdolność takiego aktywu do utrzymania nominalnej wartości w okresie napięć na rynkach finansowych, kiedy inne aktywa tracą podobną zdolność. Inwestorzy są skłonni płacić premię za taką szczególną właściwość aktywów, która nazywana jest *convenience yield*<sup>45</sup>.

MFW precyzuje, jakie kryteria muszą spełniać aktywa, aby uznać je za bezpieczne. Są to:

- niskie ryzyko kredytowe i rynkowe,
- wysoka płynność,
- ograniczone ryzyko inflacji,
- małe ryzyko kursowe,
- ograniczone ryzyko niesystematyczne<sup>46</sup>.

MFW zwraca jednocześnie uwagę, że z punktu widzenia bezpieczeństwa aktywu kluczowe znaczenie ma pierwsze kryterium, gdyż niższy poziom ryzyka kredytowego i rynkowego wiąże się z większą płynnością. Na szczególne znaczenie ryzyka kredytowego zwracają też uwagę P. Golec i E. Perotti, definiując *safe asset* jako bezwarunkowe zobowiązanie finansowe, pozbawione tego ryzyka i zapewniające spłatę nominalnej wartości<sup>47</sup>. Należy jednak podkreślić, że istotność poszczególnych kryteriów wyodrębnionych przez MFW zależy od kategorii inwestorów zgłaszających popyt na aktywa bezpieczne, co z kolei związane jest z motywami zgłaszania popytu (np. dla zabezpieczenia w transakcjach, wypełnienia wymogów ostrożnościowych, tezauryzacji).

Istotne jest, że pojęcie aktywów bezpiecznych jest „ulotne”, jak nazywa je R.J. Caballero. Nie tylko zmieniało się w toku ewolucji międzynarodowego

42 P.-O. Gourinchas, O. Jeanne, *Global safe assets*, „BIS Working Papers” 2012, no. 399.

43 International Monetary Fund, *Safe assets...*

44 R.J. Caballero, E. Farhi, P.-O. Gourinchas, *The safe assets shortage conundrum*, „Journal of Economic Perspectives” 2017, vol. 31, no. 3.

45 M.M. Habib, L. Stracca, F. Venditti, *The fundamentals of safe assets*, „ECB Working Paper Series” 2020, no. 2355. Termin *convenience yield* zazwyczaj stosowany jest w odniesieniu do rentowności amerykańskich papierów skarbowych.

46 International Monetary Fund, *Safe assets...*

47 P. Golec, E. Perotti, *Safe asset: a review*, „ECB Working Paper Series” 2011, no. 2035.

systemu walutowego i finansowego (aktywa, które kiedyś pełniły tę funkcję, obecnie mogą już jej nie wypełniać), ale także granica między aktywami „bezpiecznymi” a „niebezpiecznymi” zmienia się w czasie, ponadto atrybut „bezpieczeństwa” można stracić, co wykazały doświadczenia ostatniego globalnego kryzysu finansowego<sup>48</sup>.

Analizując rozwój rynku aktywów bezpiecznych w ujęciu historycznym, należy zauważyć, że przez długi okres rolę tę odgrywały monety, banknoty i weksle handlowe. Rozwój wiarygodnego, bezpiecznego długu rządowego nastąpił w Anglii, wraz ze wzrostem politycznego znaczenia Parlamentu, co miało miejsce po wielu wiekach kryzysów finansowych wywołanych zadłużeniem państwowym<sup>49</sup>. O ewolucyjnym charakterze percepcji aktywów bezpiecznych świadczy fakt, że we wczesnych latach 50. XX w. za aktywa te uważano powszechnie bankowe depozyty na żądanie. Od XVII w. przyjęło się, że dług jest roszczeniem mogącym najlepiej wypełniać rolę aktywów bezpiecznych, co wynika z jego atrybutów. Dług jest bowiem roszczeniem najmniej wrażliwym na fluktuacje wartości, ponadto odporny jest na negatywną selekcję i pokusę nadużycia. Posiada również cechy właściwe aktywom bezpiecznym, takie jak:

- strategiczna komplementarność. Oznacza ona, że aktyw jest bezpieczny, jeśli inni oczekują, że będzie bezpieczny<sup>50</sup>. Z. He i in. podkreślają rolę koordynacji między inwestorami jako kluczowego czynnika percepcji bezpieczeństwa aktywów<sup>51</sup>;
- niewrażliwość na informacje. Oznacza to, że nie ma asymetrii informacyjnej dotyczącej aktywów, na jego rynek nie będzie wpływała niepełność wynikająca z negatywnej selekcji. Cecha ta redukuje koszty zbierania informacji przez inwestora odnośnie do wartości aktywów;
- reputacja i historia emitenta, które są niezbędne do formułowania oczekiwań odnośnie do bezpieczeństwa aktywów<sup>52</sup>. B. Holmstrom nazywa tę właściwość „NQA-No Question Asked” (czyli nie ma potrzeby zbierania informacji o bezpieczeństwie aktywów ze względu na wiarygodność emitenta)<sup>53</sup>.

Wśród innych atrybutów długu, pozwalających mu wypełnić funkcję aktywów bezpiecznych, pojawia się *moneyness*, *liquidity premium*, co należy rozumieć jako jego zdolność do zamiany na gotówkę bez utraty wartości<sup>54</sup>.

48 P.-O. Gourinchas, O. Jeanne, *Global safe...*

49 G. Gorton, *The history and economics of safe assets*, „NBER Working Paper” 2016, no. 22210.

50 E. Farhi, M. Maggiori, *A model of international monetary system*, „The Quarterly Journal of Economics” 2018, vol. 133, no. 1.

51 Z. He, A. Krishnamurthy, K. Milbradt, *What makes US government bonds safe assets?*, „American Economic Review” 2016, vol. 106, no. 5.

52 R.J. Caballero, E. Farhi, P.-O. Gourinchas, *The safe assets...*

53 B. Holmstrom, *Understanding the role of debt in the financial system*, „BIS Working Paper” 2015, no. 479.

54 G. Gorton, *The history and economics...*

Zastanawiając się nad źródłami kreacji aktywów bezpiecznych, P.-O. Gourinchas i O. Jeanne wyodrębniają:

- pasywa banku centralnego (gotówka oraz zabezpieczone depozyty),
- dług rządowy,
- rynek aktywów prywatnych<sup>55</sup>.

Z powyższych trzech źródeł za spełniający w najwyższym stopniu funkcje i atrybuty aktywów bezpiecznych należy uznać dług rządowy. Taką wąską klasyfikację *safe assets* przyjmują P. Golec i E. Perotti, którzy za aktywa bezpieczne uznają każdy dług emitowany lub gwarantowany przez „bezpieczny” rząd, rozumiejąc przez to rząd kraju posiadającego własny bank centralny, stabilną wartość waluty oraz ochronę praw własności<sup>56</sup>. W związku z tym rodzi się pytanie o wyższość długu publicznego nad prywatnym w kontekście dostarczania aktywów bezpiecznych. Decydują o tym następujące czynniki:

- dług sektora publicznego w większym stopniu spełnia wskazywane powyżej warunki, szczególnie niewrażliwość na informacje oraz reputację emitenta;
- aktywa emitowane przez sektor prywatny odznaczają się wysoką procyklicznością emisji, co powoduje, że o ile w okresach stabilności występuje potencjalna substytucyjność między długiem pochodzącym z emisji prywatnych i publicznych, o tyle w okresach niestabilności na rynkach finansowych substytucyjność maleje<sup>57</sup>. Zasadniczym problemem aktywów bezpiecznych emitowanych przez sektor prywatny jest zatem zdolność do pogarszania się ich jakości w sytuacji negatywnego szoku, a więc kiedy są najbardziej potrzebne;
- zdolność rządu do opodatkowania (*power to taxation*) z założenia czyni jego dług bezpieczniejszym w stosunku do długu sektora prywatnego;
- dług sektora publicznego potrafi zaspokoić wszystkie motywy popytu na aktywa bezpieczne (środek tezauryzacji, środek płatności, zabezpieczenie, hedging, benchmark, polityka pieniężna, regulacje ostrożnościowe)<sup>58</sup>.

Dominującą rolę aktywów bezpiecznych pochodzących z sektora publicznego potwierdzają badania MFW, z których wynika, że w 2011 r. struktura aktywów bezpiecznych w podziale na instrumenty przedstawiała się następująco:

- papiery skarbowe krajów rozwiniętych (45%),
- instrumenty sekurytyzowane (17%),
- dług sektora prywatnego (11%),
- złoto (11%),
- ponadnarodowy dług i obligacje zabezpieczone (6%)<sup>59</sup>.

55 P.-O. Gourinchas, O. Jeanne, *Global safe...*

56 P. Golec, E. Perotti, *Safe asset...*

57 Empiryczne potwierdzenie tej zależności przedstawiają: M.T. Kacperczyk, C. Perignon, G. Vuillemy, *The private production of safe assets*, „CEPR Discussion Paper” 2017, no. DP12395.

58 A. Gelpern, E.F. Gerding, *Inside safe assets*, „Yale Journal of Regulation” 2016, vol. 33, issue 2, <https://digitalcommons.law.yale.edu/yjreg/vol33/iss2/2/> (dostęp: 30.08.2020).

59 International Monetary Fund, *Safe assets...*



Wśród czynników determinujących postrzeganie aktywów jako bezpiecznych kluczowe są cechy emitenta i rynku (jego wielkość), na którym podlegają one obrotowi. Akcentując rolę koordynacji między inwestorami jako czynnika określającego bezpieczeństwo aktywów, Z. He i in. wykazują, że duży, w ujęciu absolutnym, rozmiar długu jest kluczowy, gdyż oznacza, że inwestorzy „nie mają gdzie pójść” (w warunkach równowagi na rynku, ale efekt potęguje się w przypadku niestabilności finansowej)<sup>60</sup>. Badania empiryczne M. Habiba i in. wykazują, że dla uzyskania (i utrzymania) statusu aktywów bezpiecznych kluczowe są: inercja (czy odgrywał on taką rolę w przeszłości) oraz ryzyko polityczne (jakość instytucji emitenta), a także rozmiar rynku długu (który tłumaczy szczególny status USA jako emitenta). Badacze zwracają jednocześnie uwagę, że rola czynników determinujących status aktywów bezpiecznych jest odmienna w przypadku krajów rozwiniętych i rozwijających się. W pierwszej sytuacji ryzyko polityczne i rozmiar długu są szczególnie istotne, zaś w drugiej znaczenie zyskują inercja, dodatkowo też realny PKB i stabilność zewnętrzna (mierzona saldem CA). Z badań empirycznych M. Habiba i in. wynika, że czynniki te wyjaśniają zmiany dochodowości aktywów bezpiecznych w sytuacji, kiedy wzrasta awersja do ryzyka. Nie ma za to jednego konkretnego czynnika tłumaczącego szczególną rolę amerykańskich papierów skarbowych jako aktywów bezpiecznych – zarówno wspomniany rozmiar rynku długu, jak i dominacja USD w światowych rezerwach walutowych decydują o ich wyjątkowej roli na globalnych rynkach finansowych w okresie niestabilności finansowej<sup>61</sup>. Na status emitenta waluty rezerwowej jako kluczową determinantę percepcji aktywów jako bezpiecznych zwracają także uwagę J. Bogołębska i in. Wykazują, na podstawie różnic w kształtowaniu się rentowności obligacji skarbowych przeprowadzonych dla dwóch grup krajów (emitenci waluty rezerwowej i podmioty niebędące emitentami, ale posiadające najwyższe oceny wiarygodności kredytowej) dla lat 2005–2017, że spready w pierwszej grupie były zaniżane przez sam fakt posiadania statusu emitenta waluty rezerwowej<sup>62</sup>. Z badań M. Habiba i in. wynika ponadto, że charakter szoku oddziałującego na globalne ryzyko inwestowania (monetarny, finansowy czy geopolityczny) nie ma szczególnego wpływu na posiadanie przez papiery skarbowe statusu aktywów bezpiecznych<sup>63</sup>. Oznacza to, że impuls pieniężny pochodzący z USA nie odgrywa szczególnej roli w determinowaniu statusu aktywów bezpiecznych w porównaniu do innych impulsów generujących szoki globalne.

60 Z. He, A. Krishnamurthy, K. Milbradt, *What makes US...*

61 M.M. Habib, L. Stracca, F. Venditti, *The fundamentals...*

62 J. Bogołębska, E. Feder-Sempach, E. Stawasz-Grabowska, *Reserve currency status as a safe asset determinant. Empirical evidence from main public issuers in the period 2005–2017*, „Comparative Economic Research” 2019, vol. 22, no. 3.

63 M. Habib, L. Stracca, F. Venditti, *The fundamentals...* Za szok finansowy badacze uznają egzogeniczne zacieśnianie warunków finansowych niezależne od polityki pieniężnej.

Innym istotnym uwarunkowaniem podaży aktywów bezpiecznych jest rola banku centralnego – jego zobowiązanie do utrzymania stabilności kursowej i cenowej, a także sygnalizowanie, czy jest gotowy zakupić aktywa w sytuacji spadku ich ceny. Wypełnienie przez bank centralny funkcji pożyczkodawcy ostatecznej instancji wobec rządów (*fiscal lender of last resort*) w sytuacji napięć na rynkach obligacji skarbowych stało się w okresie globalnego kryzysu finansowego kluczowym warunkiem percepcji długu publicznego jako wciąż bezpiecznego aktywów. Jednocześnie doświadczenia krajów peryferyjnych UGiW z okresu globalnego kryzysu finansowego zweryfikowały dotychczasowy pogląd, że każda emisja długu publicznego ze strony kraju rozwiniętego może stanowić potencjalne źródło podaży aktywów bezpiecznych.

#### 4.2. Niedobór aktywów bezpiecznych a stabilność msw i msf

Zdolność do emitowania globalnych publicznych aktywów bezpiecznych jest determinowana rozwojem rynku finansowego kraju emitenta, pojemnością/zdolnością fiskalną władzy publicznej (*fiscal capacity*) oraz rolą banku centralnego. Istotną determinantą popytu na *safe asset* (a więc traktowania aktywów jako bezpiecznego środka akumulacji) jest wypełnianie przez walutę, w której jest on kreowany, funkcji waluty fakturowania handlu i rozliczeń transakcji. Na komplementarność obu funkcji zwracają uwagę G. Gopinath i J. Stein, wykazując empirycznie związek między decyzjami odnośnie do ustanawiania cen, jakie podejmują eksporterzy, a ich decyzjami finansowymi, w szczególności poszukiwaniem możliwości pożyczania w taniej walucie. W prezentowanym modelu jedynym powodem, dla którego eksporterzy decydują się na fakturowanie handlu w USD, jest możliwość tańszego finansowania projektów<sup>64</sup>.

Ze względu na powyższe uwarunkowania podaż *safe assets* koncentruje się w niewielu krajach rozwiniętych emitujących walutę rezerwową, głównie USA<sup>65</sup>. Zdaniem P.-O. Gourinchasa i O. Jeanne'a obecnymi dostawcami globalnych publicznych aktywów bezpiecznych są USA, w mniejszym stopniu Japonia, Szwajcaria, Niemcy, Wielka Brytania<sup>66</sup>.

Szybszy wzrost gospodarki globalnej w porównaniu do gospodarki USA powoduje szybszy wzrost popytu na aktywa bezpieczne relatywnie do ich podaży. Innymi czynnikami niedopasowania popytowo-podażowego aktywów bezpiecznych

64 G. Gopinath, J.C. Stein, *Banking, trade, and the making of a dominant currency*, „NBER Working Papers” 2018, no. 24485.

65 Szerzej na temat determinant podaży aktywów bezpiecznych zob. J. Bogołębska, E. Feder-Sempach, E. Stawasz-Grabowska, *Główne determinanty podaży aktywów bezpiecznych. Analiza na podstawie krajów emitentów walut rezerwowych w okresie 1989–2018*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2020, no. 5, vol. 64.

66 P.-O. Gourinchas, O. Jeanne, *Global safe...*

w ostatnich latach były spadek percepcji długu krajów peryferyjnych strefy euro oraz walorów emisji prywatnych jako aktywów bezpiecznych. Obawy, że gospodarkę globalną czeka niedobór aktywów bezpiecznych (*shortage of safe assets*), narażający msw i msf na niestabilność, wyrażał m.in. MFW w 2012 r.<sup>67</sup> Niedobór *safe assets*, jak zwracają uwagę P.-O. Gourinchas i O. Jeanne, może generować niestabilność finansową wskutek wzrostu ryzyka baniek cenowych na rynku aktywów<sup>68</sup>. Również pokryzysowy wzrost popytu na *safe assets* ze strony sektora prywatnego (wynikający m.in. z ostrzejszych regulacji ostrożnościowych) może oznaczać, że kraje akumulujące rezerwy będą zmuszone konkurować z sektorem prywatnym o dostęp do publicznych globalnych *safe assets*. Z drugiej strony, oczekiwanie deprecjacji waluty kraju emitenta waluty rezerwowej lub obniżenia realnej wartości długu poprzez inflację rodzi ryzyko straty kapitałowej z zakumulowanego portfela rezerw. Może to skutkować gwałtownymi zmianami w strukturze rezerw walutowych i zachęcać do nieskoordynowanej dywersyfikacji portfela, co z kolei może prowadzić do wzrostu zmienności kursów walutowych.

Niedopasowanie popytowo-podażowe obniża globalne stopy procentowe i kieruje gospodarkę globalną w stronę środowiska permanentnych ZLB, co zdaniem L. Summersa stanowi formę *secular stagnation*<sup>69</sup>. R.J. Caballero i in. zauważają, że w warunkach ZLB niedobór aktywów bezpiecznych przeobraża się – z łagodnego zjawiska wpływającego na obniżki wolnych od ryzyka stóp procentowych – w problem polegający na tym, że stopy procentowe nie mogą dłużej równoważyć rynków aktywów, dostosowanie następuje zatem poprzez spadek globalnego popytu. Istnienie „pułapki bezpieczeństwa” (*safety trap*) powoduje, że jedynie globalna recesja może przywrócić równowagę w popycie i podaży aktywów bezpiecznych poprzez spadek majątku podmiotów zgłaszających popyt na aktywa bezpieczne<sup>70</sup>. R.J. Caballero podkreśla zatem, że wobec występowania *safety trap* konsolidacja fiskalna może stanowić najlepszą opcję, gdyż po osiągnięciu pewnego pułapu dalsza ekspansja długu publicznego może redukować jego zasób postrzegany jako bezpieczny<sup>71</sup>. Również L. Schuknecht w rozważaniach na temat podażyowych uwarunkowań aktywów bezpiecznych i ich implikacji dla polityki fiskalnej dostrzega istnienie granicy długu

67 International Monetary Fund, *Safe assets: financial system cornerstone*, Global Financial Stability Report, April 2012.

68 P.-O. Gourinchas, O. Jeanne, *Global safe...*

69 L.H. Summers, *Have we entered an age of secular stagnation?*, „IMF Economic Review” 2015, vol. 63, no. 1. Termin „*secular stagnation*”, pierwotnie sformułowany przez A. Hansena w okresie Wielkiego Kryzysu Gospodarczego, został przypomniany w 2013 r. przez L.H. Summersa. Oznacza on „wydłużony okres, w którym satysfakcjonujący wzrost może być osiągnięty tylko poprzez nieutrzymywalne warunki finansowe” (rozumiane jako ekspansja fiskalna). Zob. [www.larrysummers.com](http://www.larrysummers.com).

70 R.J. Caballero, E. Farhi, P.-O. Gourinchas, *Global imbalances and currency wars at the ZLB*, „NBER Working Paper” 2015, no. 21670.

71 R.J. Caballero, E. Farhi, *A model of safe asset mechanism (SAM): safety traps and economic policy*, „NBER Working Paper” 2013, no. 18737.

postrzeganego jako bezpieczny. W pewnym punkcie wzrost długu publicznego nie „kupuje” więcej bezpieczeństwa – kraje doświadczają zatem występowania „krzywej Laffera dla aktywów bezpiecznych”, która określa maksymalną ilość aktywów bezpiecznych dla pewnego poziomu zadłużenia. Punkt ten, a także „stabilność” krzywej zależą od licznych czynników krajowych i międzynarodowych, w tym od międzynarodowego apetytu na ryzyko oraz polityki *quantitative easing* banków centralnych<sup>72</sup>.

Teza, że aktywa bezpieczne pochodzące z emisji prywatnych tylko częściowo mogą substytuować aktywa pochodzące z emisji publicznych, oraz uznanie, że istnieje poziom długu publicznego, powyżej którego staje się on nieobsługiwalny, rodzą pytanie o możliwości zapewnienia odpowiedniej, z punktu widzenia stabilności msw i msf, podaży globalnych aktywów bezpiecznych. Wzrost popytu na aktywa bezpieczne i hipoteza ich niedoboru stanowią argument, aby kluczowe dziś globalne publiczne aktywa bezpieczne (za jakie uznać należy amerykańskie papiery skarbowe) były uzupełniane aktywami pochodzącymi z innych krajów. Dodatkowo transformacja regionalnych aktywów bezpiecznych w aktywa globalne pozwoliłaby przezwyciężyć problem emitentów regionalnych, który P.-O. Gourinchas i H. Rey nazywają „przekleństwem regionalnego dostawcy aktywów bezpiecznych” (*curse of regional safe asset provider*). Wskazując na przykład Szwajcarii w okresie ostatniego globalnego kryzysu finansowego, badacze dowodzą, że w warunkach globalnego niedoboru podaży aktywów bezpiecznych przy przewyższającym go popycie ten ostatni jest kierowany w stronę dostawców regionalnych. Popyt ten powoduje, że kraj doświadcza wzmoczonego napływu kapitału, a co za tym idzie – presji na obniżkę stóp procentowych i aprecjację waluty. W efekcie tworzy to dylematy dla krajowej polityki pieniężnej<sup>73</sup>.

Wobec wysokiego poziomu długu rządowego w USA istnieje potrzeba kreowania dodatkowych publicznych globalnych *safe assets*. W szczególności przyczyniłyby się do tego takie działania jak:

- stworzenie wspólnej kategorii publicznego aktywów bezpiecznych dla strefy euro. Wspomniane procesy zmiany w podejściu do internacjonalizacji euro mogą stymulować działania w tym kierunku;
- zwiększenie skali emisji długu publicznego ze strony krajów rozwiniętych przez transformację z regionalnego dostawcy publicznych aktywów bezpiecznych w dostawcę globalnego. Najbardziej oczywistym przykładem wydaje się Szwajcaria, która ma przestrzeń fiskalną do realizacji ekspansji, szczególnie wobec odnotowanego w ostatniej dekadzie obniżenia poziomu długu publicznego (kształtującego się na poziomie około 40% PKB);
- kreowanie aktywów bezpiecznych ze strony krajów *emerging markets*, będących w trakcie procesu internacjonalizacji swoich walut (przypadek Chin).

72 L. Schuknecht, *The supply of „safe” assets and fiscal policy*, „CFS Working Paper” 2016, no. 532.

73 P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Real interest rates, imbalances and the curse of regional safe asset providers at the zero lower bound*, „CEPR Discussion Paper” 2016, no. 11503.

Perspektywa wzrostu znaczenia krajów *emerging markets* jako publicznych dostawców aktywów bezpiecznych jest odzwierciedlona we wzroście ratingów kredytowych tych krajów. Należy podkreślić, że w odniesieniu do krajów *emerging markets* kluczowym czynnikiem wzrostu podaży aktywów finansowych wolnych od ryzyka jest usunięcie przeszkód instytucjonalnych. Do czynników instytucjonalnych, które zwiększają ryzyko inwestycji finansowych, należą: brak praw ochrony własności, słabości nadzoru nad rynkiem finansowym i jego regulacji, ryzyka makroekonomiczne, opodatkowanie, korupcja, ryzyko niewypłacalności. Z drugiej strony należy pamiętać, że Chiny mają także przestrzeń fiskalną do zwiększania podaży publicznych aktywów bezpiecznych (dług publiczny na poziomie 40% PKB), znajdują się na etapie dynamicznego rozwoju rynku instrumentów dłużnych. W połączeniu z działaniami wspierającymi internacjonalizację RMB sprzyjałoby to dywersyfikacji msw.

Należy podkreślić, że inicjatywy podejmowane w ramach UGiW oraz w Chinach, mające na celu wzrost wykorzystania waluty w funkcji fakturowania i rozliczania handlu, zgodnie z wnioskami formułowanymi przez G. Gopinath i J.C. Steina, powinny sprzyjać wyłanianiu tych walut jako potencjalnie zdolnych do emisji aktywów bezpiecznych<sup>74</sup>.

Odmienne poglądy na temat wpływu zwiększonej podaży *safe assets* w ramach systemu wielodewizowego na stabilność wyrażają P.-O. Gourinchas i O. Jeanne. W ich opinii w takim systemie arbitraż między aktywami bezpiecznymi może raczej wygenerować aniżeli ograniczyć zmienność na rynkach finansowych. Zwiększenie liczby emitentów globalnych publicznych *safe assets* wymagałoby konieczności koordynowania ich polityki pieniężnej i fiskalnej, najprawdopodobniej przy włączeniu MFW do tego typu działań<sup>75</sup>.

## 5. Kierunki reformy globalnego systemu rezerwowego

### 5.1. Alternatywne rozwiązania dotyczące podaży waluty międzynarodowej

Analizując pojawiające się w literaturze koncepcje zmodyfikowania współczesnego msw w zakresie podaży waluty międzynarodowej, zaobserwować można dwa przeciwstawne stanowiska:

<sup>74</sup> G. Gopinath, J.C. Stein, *Banking, trade...*

<sup>75</sup> P.-O. Gourinchas, O. Jeanne, *Global safe...*

- pierwsze stanowisko rekomenduje przejście w kierunku prawdziwie wielowalutowego systemu, z wieloma walutami odgrywającymi rolę walut międzynarodowych;
- drugie stanowisko forsuje rozwiązania zmierzające do stworzenia globalnego systemu walutowego z elementami ponadnarodowości. Są tutaj dwie alternatywy: oparcie się na SDR i promowanie procesu ich internacjonalizacji lub wykreowanie ponadnarodowego pieniądza papierowego.

Rozwiązania te różnią się takimi aspektami jak: stabilność, efektywność, polityczna akceptowalność, łatwość implementacji, symetryczność. Jednym z kryteriów efektywności jest zdolność systemu do stymulowania deakumulacji rezerw walutowych. Msw, zreformowany od strony podaży waluty międzynarodowej, powinien minimalizować potrzebę utrzymywania kosztownych rezerw i stymulować efektywną alokację kapitału w gospodarce światowej, a oszczędności – do przepływania zgodnie z różnicami w krańcowej produktywności kapitału, z uwzględnieniem czynników ograniczających (jak ryzyko polityczne) i zmienności w stopach zwrotu. Z kolei jednym z kryteriów symetryczności jest zdolność systemu do indukowania symetrycznych procesów dostosowawczych, tak aby ciężar dostosowawczy nie spadał na określoną kategorię krajów (kraje deficytowe bez statusu waluty międzynarodowej)<sup>76</sup>.

Proponowane rozwiązania wymagają zsynchronizowanej zmiany w polityce wiodących banków centralnych oraz różnego stopnia koordynacji polityk makroekonomicznych<sup>77</sup>.

Należy także zauważyć, że w toku dyskusji nad reformą podaży waluty międzynarodowej pojawia się propozycja przywrócenia roli złota w systemie. Przewodniczący Banku Światowego, R. Zoellick, zaproponował „rozważenie potraktowania złota jako międzynarodowego punktu odniesienia dla oczekiwań rynkowych odnośnie do inflacji, deflacji i przyszłych wartości walut”<sup>78</sup>. Koncepcja ta nawiązuje do Keynesowskiej wizji Unii Clearingowej, w której złoto miało pełnić funkcję miernika wartości (wartość bancora miała być definiowana w złocie, więc pośrednio wszystkie waluty msw miałyby kurs wyznaczony w złocie), składnika rezerw oraz częściowo środka płatniczego. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że udział złota w globalnych rezerwach walutowych, poza krótkookresowymi fluktuacjami, pozostaje na podobnym poziomie (10,6% całkowitych rezerw w 2007 r., podobny poziom w 2019 r.), oraz mimo że nieliczne banki centralne zwiększają udział złota w portfelu rezerw (na czele z Chinami i Rosją), nie przejmują one funkcji wiodącego aktywu rezerwowego<sup>79</sup>.

76 I. Angeloni, A. Bénassy-Quéré, B. Carton, Z. Darvas, C. Destais, J. Pisani-Ferry, A. Sapir, S. Vallée, *Global currencies for tomorrow...*

77 I. Lago, R. Duttgupta, R. Goyal, *The debate on the international monetary system*, „IMF Staff Position Note” 2009, SPN/09/26.

78 R. Zoellick, *The G-20 must look beyond Bretton Woods II*, „Financial Times”, 07.11.2010.

79 E.S. Prasad, *Has the dollar lost ground...*

## 5.2. System prawdziwie wielodewizowy

W systemie wielodewizowym następuje wzrost substytucyjności walut w portfelach inwestorów prywatnych i publicznych.

W badaniach nad wzrostem substytucyjności walut międzynarodowych uwagę zwracają różne oceny wpływu dywersyfikacji msw na jego stabilność. B. Eichengreen podkreśla, że dywersyfikacja źródeł płynności międzynarodowej działa łagodząco na paradoks Triffina (poprzez redukcję skali nierównowagi zewnętrznej), ponadto dyscyplinuje emitentów waluty rezerwowej ze względu na swobodę wyboru aktywów rezerwowych ze strony inwestorów<sup>80</sup>.

Jak podkreśla J. Ocampo, chociaż wzrost substytucyjności walut ma tę zaletę, że ułatwia ich dywersyfikację, jednocześnie wzmaga zmienność kursów między głównymi walutami rezerwowymi. Dla krajów *emerging markets*, ze względu na ich wysoki poziom popytu na rezerwy, oznacza to, że negatywnie odczuwają niestabilność kursów walut rezerwowych. Co więcej, indywidualne waluty także odczuwają brak podstawowej korzyści, jaką powinien zapewniać globalny system rezerwowy: stabilnej wartości<sup>81</sup>.

Zdaniem E. Farhiego i in. wzrost substytucyjności walut w msw może generować bardziej złożone efekty. Poprzez wzrost stopnia substytucyjności między różnymi aktywami rezerwowymi system wielodewizowy ogranicza fluktuacje kursów walutowych i cen aktywów rezerwowych (stóp procentowych). Autorzy wskazują, że zmienność cen (kursów walutowych, stóp procentowych, aktywów finansowych) i ilości (przyływów kapitału) zależy od elastyczności podaży i popytu na te aktywa. W krótkim okresie podaż jest nieelastyczna. Im bardziej elastyczny jest popyt, tym bardziej szoki podażowe wpływają na ilości (a nie ceny). W tym sensie, jeśli aktywa rezerwowe stają się bardziej substytucyjne, ich ceny relatywne powinny się stabilizować<sup>82</sup>. W przeciwieństwie do generalnie stabilizującego wpływu wielodewizowego systemu na ceny utrata statusu waluty rezerwowej, na skutek utraty zaufania inwestorów odnośnie do jej wartości, oznaczająca spadek popytu na aktywa denominowane w tej walucie, uruchomi olbrzymie dostosowania cenowe. Towarzyszyć im będą gwałtowne ruchy w przepływach kapitału, duże fluktuacje kursów walutowych i stóp procentowych. Jak podkreślają E. Farhi i in., będzie się tak działo na skutek występowania strategicznej komplementarności (*strategic complementarities*) między inwestorami – wartość waluty w ich ocenie zależy od jej postrzegania przez pozostałych inwestorów. Teza, że spadek zaufania do jednej z walut systemu uruchamia masowe zmiany w portfelach inwestorów, pokrywa się z wcześniejszymi badaniami R. Nurksego. Już w 1944 r. dowodził on, że konkurencja między kra-

80 B. Eichengreen, *Exorbitant privilege...*

81 J. Ocampo, *Resetting the international...*

82 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international...*

jami w msw (w tym przypadku dotyczyło to USA i Wielkiej Brytanii) prowadzi do niestabilności systemu.

Dlatego też, jak podkreślają E. Farhi i in., w systemie wielodewizowym okresy stabilności w msw muszą przeplatać się z epizodami kryzysowymi (wynikającymi z gwałtownej dywersyfikacji portfela)<sup>83</sup>.

W raporcie United Nations podkreślono zaletę wynikającą ze wzrostu konkurencji między walutami. Polega ona na dyscyplinującym wpływie na krajowe polityki makroekonomiczne, ale materializuje się tylko wówczas, gdy waluty te są bliskimi substytutami<sup>84</sup>.

M. Carney dostrzega kolejną zaletę zdywersyfikowanego msw, mianowicie jego zdolność do zredukowania efektów *spillover* generowanych w centrum, co pozwoli na spadek synchronizacji cykli handlowych i finansowych. Dzięki temu zmniejszy się podatność systemu na niestabilność, a przepływy kapitału staną się mniej zmienne, sprzyjając wzrostowi stopy procentowej równowagi<sup>85</sup>.

Dodatkowymi korzyściami z systemu wielodewizowego mogą być bardziej elastyczne dostarczanie płynności oraz złagodzenie paradoksu Triffina. Ponadto, odrzucając efekty sieci (*network externalities*) z tytułu wykorzystywania jednej waluty w funkcji waluty międzynarodowej, system wielodewizowy może stać się bardziej efektywny ekonomicznie, gdyż używanie wielu walut lepiej dopasowuje transakcje ekonomiczne pomiędzy blokami walutowymi, generując oszczędności w kosztach transakcyjnych<sup>86</sup>. Z drugiej strony podkreśla się jednak, że system wielodewizowy nie rozwiązałby problemu *recessionary/deflationary bias* związanego z asymetrią dostosowawczą, nie zredukowałby także przezornościowego popytu na rezerwy ze strony krajów *emerging markets*<sup>87</sup> ani nie wyeliminowałby transferu zasobów z tych krajów do krajów rozwiniętych<sup>88</sup>.

Zastanawiając się nad możliwościami wyłonienia się systemu wielodewizowego od strony technicznej, M. Carney dostrzega pole dla waluty cyfrowej. Argumentując, że pojawienie się waluty rezerwowej w pierwszej kolejności uzależnione jest od jej użyteczności w funkcji środka płatniczego, a dopiero później jako miernika wartości i środka akumulacji, badacz podkreśla, że utworzenie koszykowej waluty cyfrowej przeznaczonej do realizacji płatności międzynarodowych mogłoby stymulować procesy wykorzystywania jej w pozostałych funkcjach. M. Carney proponuje utworzenie nowej jednostki płatniczej, tzw. syntetycznej (opartej na

83 *Ibidem*.

84 United Nations, *Trade and Development Report...*

85 M. Carney, *The growing challenges for monetary policy in the current international monetary and financial system*, speech given at the Jackson Hole Symposium, August 2019.

86 J. Lee, *Will the renminbi emerge as an international reserve currency?*, „World Economy” 2014, vol. 37, no. 1.

87 J. Ocampo, *Resetting the international...*

88 Y. Akyüz, *Why the IMF and the international monetary system need more than cosmetic reform?*, „South Centre Research Papers” 2010, no. 32.



koszyku walut) waluty hegemonicznej (*Synthetic Hegemonic Currency* – SHC), najlepiej dostarczanej przez sektor publiczny poprzez sieć walut cyfrowych banków centralnych. Zadaniem waluty SHC byłoby, w pierwszej kolejności, obniżenie dominującej roli USD w globalnym handlu. Wzrost skali fakturowania handlu w SHC mógłby spowodować mniejszą transmisję szoków gospodarki amerykańskiej poprzez kurs walutowy, dzięki czemu handel międzynarodowy stałby się mniej zsynchronizowany między krajami. Kolejnym etapem mogłoby stać się rozwijanie architektury finansowej wokół SHC, prowadzące do zmniejszenia wpływu USD na globalne warunki finansowe i dominacji na rynkach kredytowych. Szerokie wykorzystanie waluty SHC w handlu i finansach międzynarodowych mogłoby doprowadzić do postrzegania walut stanowiących koszyk jako wiarygodnych aktywów rezerwowych, co zachęciłoby kraje *emerging markets* do dywersyfikowania ich portfela. Dodatkową zaletą wykorzystania waluty cyfrowej w procesie dywersyfikowania msw byłoby osłabienie nacisku na obniżkę globalnych stóp procentowych i złagodzenie globalnej pułapki płynności<sup>89</sup>.

### 5.3. Kreacja ponadnarodowej waluty papierowej

Koncepcja kreacji ponadnarodowej waluty opiera się na emitowaniu waluty o płynnym kursie walutowym w stosunku do walut narodowych (funkcjonującej jako waluta paralelna) przez ponadnarodowy bank centralny<sup>90</sup>. Wyłączona spod oddziaływania polityk krajowych, stałaby się ona globalnym aktywem pozbawionym ryzyka. Aktywa takie byłyby mniej uzależnione od ratingu kredytowego i prognoz inflacyjnych największych gospodarek, a zatem byłyby poddane wahaniom i uzależnione od konkretnych uwarunkowań w mniejszym stopniu niż w przypadku systemu opartego na SDR.

Teoretycznie rozwiązanie takie mogłoby zostać zrealizowane na wiele sposobów. Jedną z propozycji jest powrót do koncepcji J. Keynesa z okresu tworzenia systemu walutowego z Bretton Woods odnośnie do emisji ponadnarodowej waluty *bancor*, funkcjonującej w ramach Międzynarodowej Unii Clearingowej i wymiennej na waluty krajowe po kursie stałym, lub znalezienie podobnego rozwiązania<sup>91</sup>. Z kolei J. Stiglitz proponuje stworzenie nowej instytucji, Globalnego Banku Rezerwowego<sup>92</sup>.

89 Szerzej na ten temat: M. Carney, *The growing challenges...*

90 W wersji bardziej ekstremalnej R.A. Mundell zaproponował kreację globalnej waluty w miejsce walut narodowych. Por. R.A. Mundell, *Financial crises and the International Monetary System*, Columbia University 2009, [www.normangirvan.info/wp-content/uploads/2009/03/mundell.pdf](http://www.normangirvan.info/wp-content/uploads/2009/03/mundell.pdf) (dostęp: 12.06.2015).

91 Por. J. D'Arista, *Reforming the privatized international monetary and financial architecture*, „Financial Markets and Society”, November 1999.

92 J. Stiglitz, *Making globalization work*, W.W. Norton and Company, New York 2006.

Mimo że przyjęcie takiego konceptu wydaje się najtrudniejsze do implementacji z praktycznego punktu widzenia, United Nations pozostaje głównym orędownikiem takiego rozwiązania kwestii podaży waluty międzynarodowej. W raporcie zarekomendowano, aby kreacja płynności międzynarodowej opierała się albo na wzmocnionej funkcji SDR, albo na nowo kreowanej jednostce pieniężnej<sup>93</sup>. Drugie rozwiązanie ma tę zaletę, że pozwala przewyciężyć ograniczenia związane z walutą koszykową, jednak ze względu na swój bardziej radykalny charakter wywołuje wiele kontrowersji. Pojawiają się pytania:

- czy kraje byłyby skłonne oddać część swojej suwerenności monetarnej ponadnarodowemu bankowi centralnemu? Czy skłonność ta byłaby identyczna w przypadku krajów dużych i małych?
- jaki okres byłby potrzebny do zrealizowania tak radykalnej propozycji?

Podstawowa zaleta takiego rozwiązania wynikałaby z narzucenia symetryczności msw, rozumianej jako równoległe uruchamianie procesów dostosowawczych zarówno w krajach deficytowych, jak i nadwyżkowych<sup>94</sup>. Ponadto instytucja emitująca taką walutę mogłaby stać się prawdziwym globalnym pożyczkodawcą ostatniej instancji, osłabiać tendencje deflacyjne i rozwiązać problemy finansowania międzynarodowego (np. alokowania płynności międzynarodowej poprzez linie kredytowe).

Ponadnarodowa waluta, jak podkreśla J.-P. Landau, powinna być silna, nie może deprecjonować się w stosunku do głównych wiodących walut, co implikuje potrzebę ograniczania jej podaży. Deprecjonująca się waluta globalna traciłaby atrakcyjność jako waluta rezerwowa. Z drugiej strony, gdyby podaż waluty była ograniczana, nie byłaby ona w stanie zaspokoić globalnego popytu na rezerwy<sup>95</sup>.

#### 5.4. System oparty na SDR

W dyskusji dotyczącej budowy globalnego systemu rezerwowego dużo uwagi poświęca się roli SDR. Rozważania uległy intensyfikacji po wypowiedzi gubernatora Banku Narodowego Chin na temat zasadności uczynienia z SDR międzynarodowej waluty zastępującej waluty narodowe. Jego zdaniem „międzynarodowa waluta rezerwowa przede wszystkim powinna być zakotwiczona do stabilnego punktu

93 United Nations, *Report of the Commission...*

94 J. Kregel, *An alternative perspective on global imbalances and international reserve currencies*, „Public Policy Brief” 2010, no. 116, Levy Economics Institute of Bard College. Proces dostosowawczy byłby nie tylko bardziej symetryczny, lecz także bardziej automatyczny. Gdyby bancor funkcjonował jako wspólna waluta (a nie jako waluta paralelna), nierównowagi na rachunkach obrotów bieżących odzwierciedlałyby bardziej czynniki strukturalne niż uwarunkowania monetarne.

95 J.-P. Landau, *Some thoughts on the international monetary system*, article presented at the „G20 Workshop on the Global Economy – causes of the crisis: key lessons”, May 2009.

odniesienia, emitowana według przejrzystych zasad w celu zapewnienia uporządkowanej podaży, po drugie, podaż powinna być na tyle elastyczna, aby zapewnić dostosowanie jej do zmieniającego się popytu, po trzecie, dostosowanie takie nie powinno być powiązane z warunkami gospodarczymi i partykularnymi interesami poszczególnych krajów<sup>96</sup>.

W toku dyskusji na temat zakresu wykorzystania SDR wyłoniły się różne poglądy – od centralnej roli w systemie<sup>97</sup> do zwiększenia stopnia internacjonalizacji, ale przy równoległym funkcjonowaniu z walutami międzynarodowymi w ramach systemu wielodewizowego.

Zdaniem zwolenników koncepcji uczynienia z SDR centralnej jednostki pieniężnej systemu zaletami takiego rozwiązania z punktu widzenia stabilności msw byłyby:

- bardziej stabilna wartość waluty jako miernika wartości i jednostki obrachunkowej niż w przypadku indywidualnych walut; stabilizacyjne oddziaływanie SDR miałyby jednocześnie dyscyplinujący wpływ na kraje emitujące waluty wchodzące do koszyka<sup>98</sup>;
- większa zdolność msw do radzenia sobie ze zmiennością kursów walutowych;
- zmniejszone prawdopodobieństwo dostosowań kursowych w przypadku walut, które miałyby usztywniony kurs walutowy w stosunku do SDR w porównaniu do usztywnienia w stosunku do walut narodowych (gł. USD). Można interpretować to szerzej jako ułatwienie procesu globalnych dostosowań (w przypadku krajów nadwyżkowych o ustalonym kursie stałym wobec SDR automatyczne włączenie w globalne procesy dostosowawcze byłoby wynikiem deprecjacji walut krajów deficytowych, wchodzących w skład koszyka);
- umożliwienie podejmowania decyzji cenowych odnośnie do aktywów o większym poziomie ryzyka na podstawie globalnych warunków monetarnych<sup>99</sup>;
- wzmocnienie integracji finansowej; poprzez zmianę popytu w kierunku instrumentów denominowanych w SDR korzyści skali doprowadziłyby do ujednoczenia stóp procentowych w krajach o tym samym poziomie ryzyka kredytowego, emitujących walory denominowane w SDR. Jednocześnie zwiększona substytucyjność między aktywami wzmocniłaby dyscyplinę rynkową.

96 Por. Z. Xiaochuan, *Reform of the international monetary system*, People's Bank of China 2009, [www.china.org.cn/business/news/2009-03/24/content\\_17490662.htm](http://www.china.org.cn/business/news/2009-03/24/content_17490662.htm) (dostęp: 30.08.2020).

97 Rozwiązanie takie forsował m.in. United Nations (*Report of the Commission...*), P.B. Kenen (*Renovation of the global reserve regime: concepts and proposals*, „CEPS Working Paper” 2010, no. 208, Center for Economic Policy Studies, Princeton University).

98 Relatywne wagi poszczególnych walut wchodzących w skład koszyka dostosowują się automatycznie do ruchów kursowych, stanowiąc mechanizm dyscyplinujący dla emitentów waluty (nadmierna emisja waluty krajowej prowadząca do deprecjacji kursu znajdzie swoje odzwierciedlenie w wadze koszyka SDR).

99 Za: E. Dorrucchi, J. McKay, *The international monetary system after the financial crisis*, „ECB Occasional Paper Series” 2011, no. 123.

Dodatkowa korzyść wynikałaby z dystrybuowania „nadzwyczajnego przywileju” do krajów, których waluty wchodziły w skład koszyka SDR. Efekt ten mógłby się zmaterializować szybciej i na szerszą skalę niż w przypadku systemu opartego na podaży wielu walut międzynarodowych, gdzie istotnym uwarunkowaniem staje się bariera korzyści skali<sup>100</sup>.

J. Ocampo dostrzega trzy korzyści z tytułu utworzenia globalnego systemu rezerwowego opartego na SDR i tym samym ustanowienia z MFW „quasi-banku centralnego świata”:

1. Podział seigniorage'u (między kraje członkowskie MFW według ich kwot udziałowych lub innej formuły).
2. Rozerwanie związku kreowania międzynarodowych aktywów rezerwowych z walutą narodową (tym samym przewyciężenie paradoksu Triffina).
3. Kontrolowanie płynności w sposób antycykliczny. Antycykliczny charakter emisji SDR mógłby się przyczynić do zredukowania *recessionary bias* związanego z asymetrią dostosowawczą.

Dodatkowo badacz podkreśla, że alokacje SDR mogłyby zredukować przezornościowy popyt na rezerwy ze strony krajów akumulujących.

Odmienne poglądy w sprawie wpływu SDR na redukowanie *deflationary bias* wyraża Y. Akyüz. Odejście od USD w kierunku SDR nie zredukuje *deflationary bias* w gospodarce globalnej w warunkach braku efektywnych mechanizmów dostosowawczych w krajach nadwyżkowych. Dodatkowo *deflationary bias* może się nasilić, ponieważ USA nie odgrywałyby roli lokomotywy wzrostu i odnotowywały narastające deficyty. Dlatego też inicjatywom odejścia od USD jako waluty kluczowej powinny towarzyszyć porozumienia dotyczące włączenia krajów nadwyżkowych w procesy dostosowawcze<sup>101</sup>.

Oczywiście procesowi transformowania msw w system oparty na SDR musiałyby towarzyszyć zwiększanie płynności SDR, nie tylko poprzez dodatkowe alokacje waluty, lecz głównie poprzez rozwój prywatnego rynku SDR. W tym celu niezbędne byłoby promowanie prywatnych emisji w SDR oraz wykorzystywanie ich w pozostałych funkcjach waluty międzynarodowej (np. fakturowania handlu), wyrażanie cen *commodities*, rozwijanie systemów rozliczeń dla instrumentów denominowanych w SDR, wreszcie zwiększenie transparentności dokonywanych rewizji koszyka waluty<sup>102</sup>. Konieczne byłoby także globalne koordynowanie polityk w okresie transformowania msw.

Metodą przechodzenia do systemu opartego na SDR mogłyby stać się powierzenie przez kraje części rezerw walutowych specjalnemu funduszowi denominowanemu w SDR i zarządzanemu przez MFW. Fundusz taki ułatwiałby

100 I. Lago, R. Duttagupta, R. Goyal, *The debate...*

101 Y. Akyüz, *Why the IMF...*

102 International Monetary Fund, *Strengthening the international monetary system: taking stock and looking ahead*, Washington DC, March 2011.

pozarynkową wymianę aktywów denominowanych w innych walutach międzynarodowych na SDR<sup>103</sup>. Koncepcja zarządzania procesem internacjonalizowania SDR jest odpowiedzią na obawy związane z nagłą, nieskoordynowaną dywersyfikacją portfela rezerw krajów akumulujących rezerwy (*disorderly diversification*). Należy przypomnieć, że propozycja stworzenia rachunku substytucyjnego w MFW była rozważana już w latach 70. i 80. (w celu zarządzania okresami zredukowanego popytu na USD jako walutę rezerwową) w związku z obawami dotyczącymi wartości USD<sup>104</sup>.

Stworzenie rachunku substytucyjnego w MFW pozwoliłoby bankom centralnym zarządzać procesem zmian kompozycji rezerw bez wpływania na całkowite wolumeny rezerw. Rachunek substytucyjny nie tylko pomógłby dokonać dywersyfikacji rezerw, lecz także zredukować ryzyko niestabilności monetarnej wynikającej ze spontanicznego uwalniania rezerw walutowych przez banki centralne.

Jak zwracają uwagę E. Dorrucchi i J. McKay, koncepcja rachunku substytucyjnego MFW rodzi wiele pytań:

- Czy poza dywersyfikacją rezerw rozwiązanie takie przyczyni się do stopniowego wyłaniania SDR jako prawdziwej waluty globalnej? Czy SDR mogą stać się wiarygodnym aktywem umożliwiającym proces dywersyfikacji rezerw, bez rozwoju rynku prywatnego? Jakie działania byłyby niezbędne dla rozwoju rynku prywatnego SDR? Czy jakąś wskazówką mogą być doświadczenia związane z funkcjonowaniem prywatnego rynku ECU w latach 80. i wczesnych 90.?
- Czy przyczyniłoby się to do stopniowego dywersyfikowania struktury walutowej rezerw, czy istnieje ryzyko, że powstanie rachunku doprowadziłoby do gwałtownego załamania zaufania do USD? Czy implementacja propozycji przyczyni się do obniżenia rezerw utrzymywanych w walutach narodowych, czy wręcz przeciwnie – wygeneruje *moral hazard* i będzie stymulowała dalszą akumulację rezerw?
- Kto powinien ponosić koszt obsługi takiego rachunku wynikający z ryzyka kursowego?<sup>105</sup> Wątpliwość ta obrazuje barierę natury politycznej związaną z tworzeniem msw opartego na podaży waluty emitowanej przez organizację międzynarodową, a nie przez suwerenne państwo. Pojawiają się kolejne pytania: kto podejmowałby decyzje na temat emisji i alokacji waluty itd.

103 Jak zauważają I. Lago i in., problem polega na tym, że jeśli rozmiar aktywów rezerwowych denominowanych w SDR rosłyby w szybszym tempie, niż spadałaby podaż aktywów rezerwowych denominowanych w USD, mogłoby to prowadzić do wzrostu stóp procentowych w USA, z konsekwencjami dla dysparytetu stóp procentowych w innych wiodących walutach globalnych i bilateralnych kursów walutowych. Dlatego okres przechodzenia do nowego systemu wymagałby dużej ostrożności.

104 P.B. Kenen, *The analytics of a substitution account*, „Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review” 1981, no. 139.

105 E. Dorrucchi, J. McKay, *The international monetary system...*

Podstawową słabość takiego rozwiązania E. Dorrucci i J. McKay upatrują w tym, że autonomiczne decyzje sektora prywatnego i publicznego zostałyby zastąpione odgórnym sterowaniem zasadami podaży pieniądza międzynarodowego. Jedną z konsekwencji takiego rozwiązania mogłoby być kontynuowanie polityki akumulacji rezerw przy jednoczesnym wyeliminowaniu ryzyka kursowego. Istnieje więc obawa, że zamiast wzmocnić stabilność msw, uległaby ona osłabieniu. Inną słabością takiej koncepcji jest ryzyko, że wzrost podaży SDR mógłby mieć istotny wpływ na politykę monetarną i niezależność banków centralnych emitujących waluty wchodzące w skład koszyka SDR. Wreszcie, gdyby SDR stały się szeroko wykorzystywanym środkiem wymiany, gwałtowny wzrost ich podaży mógłby wygenerować globalne naciski inflacyjne.

J. Ocampo zwraca uwagę, że podstawowym problemem związanym z funkcjonowaniem rachunku substytucyjnego jest stworzenie mechanizmu dystrybuowania potencjalnych strat. Jego zdaniem jest to główna przyczyna niepowodzenia wcześniejszych prób ustanowienia takiego rachunku. Jednocześnie badacz uważa za nieuniknione, aby potencjalne koszty były dzielone między emitentów waluty rezerwowej (USA, kraje strefy euro) a posiadaczy rezerw (głównie kraje *emerging markets*). Kraje posiadające rezerwy powinny uczestniczyć w kosztach, ponieważ korzystałyby one ze stabilnej wartości rezerw, jaką oferuje rachunek. Wynegocjowanie zasad dystrybucji potencjalnych kosztów takiego mechanizmu wydaje się jednak trudnym zadaniem<sup>106</sup>. Mimo powyższego problemu wprowadzenie rachunku substytucyjnego pozwoliłoby na komplementarne stosowanie SDR i wielu walut w ramach systemu mieszanego<sup>107</sup>.

Zdaniem E. Farhiego i in. SDR nie mogą odgrywać głównej roli w msw z kilku powodów:

- trudno wyobrazić sobie system, w którym waluta nie jest emitowana przez kraj. Fundamentalnym aspektem kreacji waluty rezerwowej jest zdolność fiskalna kraju emitenta (*fiscal capacity, fiscal backing*), będąca gwarantem płynności i wiarygodności rynku dłużnych papierów skarbowych;
- trudno wyobrazić sobie powrót do kotwiczenia walut krajowych w ramach msw. Władze monetarne poszczególnych krajów funkcjonują w ramach różnych uwarunkowań makroekonomicznych i finansowych<sup>108</sup>.

Dlatego też E. Farhi i in. rekomendują zwiększenie roli SDR przy współistnieniu z walutami krajowymi w roli walut międzynarodowych. Za kluczowy element zwiększający zakres internacjonalizacji SDR uważają stworzenie rynku prywatnego dla SDR oraz zezwolenie MFW na emisję długu denominowanego w SDR. Również J. Ocampo stoi na stanowisku, że najlepszym rozwiązaniem jest wzmocnienie roli SDR przy zachowaniu systemu wielodewizowego. Jednocześnie badacz ten dostrzega niebezpieczeństwo związane z rozwojem prywatnego rynku SDR, co mogłoby

<sup>106</sup> J. Ocampo, *Resetting the international...*

<sup>107</sup> *Ibidem*.

<sup>108</sup> E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international...*

wywoływać spekulacyjne zmiany w popycie na ten globalny aktyw rezerwowy. Dlatego też lepiej, aby waluty krajowe lub regionalne odgrywały kluczową rolę w transakcjach prywatnych<sup>109</sup>. W raporcie Palais-Royal Initiative znajduje się rekomendacja, aby MFW określił wraz z sektorem prywatnym zakres wykorzystania jednostki pieniężnej w transakcjach prywatnych. Raport odwołuje się przy tym do doświadczeń z początku lat 80., kiedy podejmowano próby fakturowania w SDR handlu międzynarodowego, głównie *commodities*. Mogłoby temu sprzyjać formułowanie w stosunku do SDR „normy” dla kształtowania kursów walutowych.

Wyrazem różnych stanowisk odnośnie do przyszłej roli SDR w systemie są odmiennie koncepcje dotyczące czasu ich alokacji. Pierwsza z nich proponuje dokonywanie alokacji w sposób antycykliczny, a więc niedokonywanie ich w czasie dobrej koniunktury, aby nie tworzyć nacisków inflacyjnych, tylko w okresach niestabilności finansowej<sup>110</sup>. Druga rekomenduje dokonywanie regularnych alokacji SDR, odzwierciedlających dodatkowy globalny popyt na rezerwy<sup>111</sup>. W raporcie Palais-Royal Initiative rekomenduje się dokonywanie regularnych alokacji SDR w połączeniu z nadzwyczajnymi alokacjami w trakcie kryzysów płynnościowych<sup>112</sup>.

Odmienne kształtują się również propozycje odnośnie do skali alokacji SDR. MFW proponuje użycie trzech kryteriów dla określenia skali alokacji: pokrycia rezerwami importu, krótkoterminowego długu oraz szerokiego agregatu pieniężnego. Według szacunków MFW, projektujących istotny wzrost popytu na rezerwy, roczna alokacja SDR w wysokości 200 mld USD przyczyniłaby się do wzrostu udziału SDR w całkowitych rezerwach do 13% do 2020 r. A więc mimo że SDR przyczyniłyby się do dywersyfikacji rezerw, nadal miałyby w nich nieznaczny udział.

W swoim raporcie United Nations podkreśla natomiast, że w procesie zwiększania roli SDR w systemie wielodewizowym kluczowe miejsce powinna zająć zmiana zasad ich emisji – oparta na potrzebach ekonomicznych krajów, a nie obecnie obowiązujących kwotach udziałowych<sup>113</sup>. Z kolei J. Ocampo dostrzega konieczność powiązania alokacji SDR z różnorodnym popytem na rezerwy ze strony krajów rozwiniętych i *emerging markets*<sup>114</sup>.

Czynnikami mogącym zwiększyć zakres internacjonalizacji SDR mogłoby stać się także bardziej przewidywalne, oparte na jasnych regułach i kryteriach, a nie spekulacjach rynków finansowych, dokonywanie rewizji koszyka waluty<sup>115</sup>.

109 J. Ocampo, *Resetting the international...*

110 Zwolennikami takiego podejścia są m.in. J. Ocampo (*Resetting the international...*), Y. Akyüz (*Liberalization, financial instability and economic development*, Anthem Press, London 2014).

111 Wyrazicielami takiego stanowiska są m.in. J. Stiglitz (*Making globalization...*), IMF (*The case for a general allocation of SDRs during the tenth basic period*, Finance, Legal and Strategy, Policy, and Review Departments, Washington DC, June 2011).

112 Palais-Royal Initiative, *Reform of the international monetary system...*

113 United Nations, *Trade and Development Report...*

114 J. Ocampo, *Resetting the international...*

115 Palais-Royal Initiative, *Reform of the international monetary system...*

Rozdział III

# **Globalna Sieć Bezpieczeństwa Finansowego (GFSN) jako mechanizm stabilizowania międzynarodowego systemu walutowego i finansowego**

## **Alokacja płynności międzynarodowej w zarządzaniu kryzysami płynnościowymi**

### **1. Zasadność i uwarunkowania budowy sprawnego systemu alokacji płynności międzynarodowej**

Przez długi czas tylko kraje odnotowujące trudności z bilansem płatniczym odczuwały problem braku płynności walutowej. Zasadniczym wyzwaniem było wówczas znalezienie odpowiedniej proporcji między finansowaniem zewnętrznym a dostosowaniami wewnętrznymi. W tym kontekście zrozumiała stała się rola polityki uwarunkowania/warunkowości (*conditionality*) w alokowaniu programów kredytowych, stosowana powszechnie przez MFW od połowy XX w.

Współczesne realia gospodarki globalnej wymuszają jednak zreformowanie zasad alokacji płynności walutowej. Wobec siły oddziaływania rynków kapitałowych w warunkach głębokiej integracji finansowej, istotnych związków makrofinansowych i ekspansji globalnej płynności kreowanej ze źródeł prywatnych system alokacji płynności wymaga rewizji<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> J.-P. Landau, *International lender of last resort: some thoughts for the 21<sup>st</sup> century*, [w:] *Re-thinking the lender of last resort*, „BIS Papers” 2014, no. 79.



Sprawny system dostarczania płynności międzynarodowej zwiększa stabilność msw i msf poprzez zmniejszenie częstotliwości i ograniczenie konsekwencji gwałtownych przepływów kapitału, m.in. zjawiska *sudden stop*<sup>2</sup>. Ponadto, jak wykazały doświadczenia globalnego kryzysu finansowego (2007–2010), może stać się on istotnym kanałem dystrybucji walut w sytuacji zaburzeń płynnościowych w systemie bankowym.

Niezwykle istotnym uzasadnieniem budowy sprawnego systemu alokacji płynności międzynarodowej jest to, że może stać się on czynnikiem dekulacji rezerw. Należy zauważyć jednak, że perspektywa przyjęcia przez kraj strategii dekulacji rezerw uzależniona jest od motywu akumulacji rezerw. Dominuje pogląd, że kraje, które akumulują rezerwy z motywu przezornościowego, będą bardziej skłonne do porzucenia takiej strategii, o ile zostaną wypracowane efektywne alternatywne mechanizmy dostarczania płynności (np. regionalne poolingi rezerw, linie swapowe), a także wzmocniona zostanie rola MFW w funkcji międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji czy też wprowadzona polityka zarządzania przepływami kapitałowymi ze strony krajów *emerging markets*. Akumulacja rezerw wynikająca z motywu merkantylistycznego jest bardziej trwała, głównie ze względu na niechęć tych krajów do aprecjacji kursu walutowego. Porzucenie takiej strategii wymaga reform gospodarczych i przeobrażeń strukturalnych w kraju. W przypadku gospodarek wschodzących Azji (gł. Chin) wymaga zwiększenia efektywności krajowego systemu finansowego oraz prowadzenia polityki zwiększania popytu wewnętrznego, a dodatkowo za trwałością realizowanej proeksportowej strategii przemawia czynnik demograficzny. Do działań pozwalających obniżyć popyt na rezerwy w krajach *emerging markets* należy także rozwój sieci bezpieczeństwa socjalnego (*social safety nets*), co pozwoliłoby tym krajom zredukować przezornościowe oszczędności konsumentów oraz globalny popyt na aktywa bezpieczne.

Niezależnie od działań podejmowanych na poziomie globalnym jednostronnymi metodami obniżenia popytu na rezerwy ze strony krajów *emerging markets* powinny być:

- środki strukturalne i makroekonomiczne zmierzające do zwiększenia popytu wewnętrznego,
- reformy systemu finansowego (zarówno na poziomie krajowym, jak i regionalnym), w tym rozwój rynku obligacji,
- stopniowe uelastycznianie reżimu kursowego, połączone z reformami rynku pieniężnego i, w miarę możliwości, liberalizacją rachunku finansowego.

W procesie konstrukcji efektywnego systemu alokacji płynności międzynarodowej kluczowe znaczenie ma jego zdolność do ograniczania pokusy nadużycia (*moral hazard*). Wymaga to stworzenia procedur selekcji, monitorowania i regulowania

2 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international...*

zasad dostępu, co zdaniem E. Fahriego i in. powinno być kompetencją MFW, być może w koordynacji z Bankiem Rozrachunków Międzynarodowych (BIS)<sup>3</sup>.

Jak przyznają E. Fahri i in., najtrudniejszą kwestią jest znalezienie równowagi między systemem o wyraźnie sformułowanych kryteriach dostępu i mechanizmami sankcji a systemem bardziej dyskrejonalnym. Korzyściami pierwszego rozwiązania jest przewidywalność i wiarygodność, gdyż z natury system taki jest mniej narażony na manipulacje, ale wadą może być nadmierna sztywność. W poszukiwaniu optymalnego rozwiązania E. Fahri i in. sugerują m.in. przyjęcie kryteriów kwalifikacji dostępu do mechanizmów wsparcia, np. z uwzględnieniem ryzyk związanych z finansowaniem systemu bankowego każdego kraju. Badacze proponują przyjęcie wskaźnika stosowanego przez BIS dla monitorowania niedoboru USD w systemie bankowym, który nazywają wskaźnikiem ryzyka finansowania międzynarodowego (*indicator of international funding risk*). Wskaźnik ten opiera się na estymowaniu ryzyk związanych z finansowaniem w systemie bankowym. Jak podkreślają jednak E. Fahri i in., kluczowe byłoby doprecyzowanie systemu pozyskiwania danych do obliczania wskaźnika, gdyż nie zawiera on obecnie wystarczająco szczegółowych danych bilansowych odnośnie do walut i zapadalności operacji<sup>4</sup>.

## 2. GFSN i jej elementy

GFSN (Global Financial Safety Net – Globalna Sieć Bezpieczeństwa Finansowego) jest to zespół instytucji i mechanizmów, które dostarczają wsparcia finansowego krajom dotkniętym przez kryzysy finansowe (walutowe, bankowe, zadłużeniowe). Stanowi niezbędny element międzynarodowej architektury finansowej i zapewnia infrastrukturę dla wsparcia integracji finansowej i globalizacji. GFSN nie jest koherentna – jej elementy mają różnorodne pochodzenie, podlegają różnym zasadom i realizują odmienne cele. Elementy te nie są ze sobą skoordynowane ani zaprojektowane w uporządkowany sposób, często są ukształtowane bardziej przez interesy krajowe aniżeli globalne<sup>5</sup>.

Głównym uzasadnieniem dla budowy GFSN jest występowanie negatywnych efektów zewnętrznych polityk krajowych (*negative externalities*). GFSN powinna

3 *Ibidem*.

4 Dla przykładu, niedobór USD w europejskich bankach jest definiowany jako różnica między ich aktywami dolarowymi o długiej zapadalności a ich (denominowanymi w USD) krótkoterminowymi potrzebami finansowymi.

5 B. Scheubel, L. Stracca, *What do we know about the global financial safety net? Rationale, data and possible evolution*, „ECB Occasional Paper Series” 2016, no. 177.

zapewnić bankowi centralnemu doświadczającemu niestabilności wynikającej ze zmiany kierunków przepływu kapitału (*sudden stop* lub *capital flight*) dostęp do waluty zagranicznej. Budowa efektywnej GFSN jest zatem sposobem zinternalizowania zewnętrznych efektów potencjalnie kryzysowych sytuacji i ograniczenia ich kosztów. MFW wskazuje, że celem budowy GFSN jest nie tylko dostarczanie wsparcia w postaci ubezpieczenia i finansowania, ale także zachęcanie do wdrażania stabilnej polityki makroekonomicznej pozwalającej na minimalizowanie pokusy nadużycia wśród podmiotów finansowych<sup>6</sup>.

Wyodrębnia się cztery główne elementy GFSN:

- rezerwy walutowe krajów członkowskich,
- ułatwienia pożyczkowe MFW,
- regionalne porozumienia finansowe (*regional financing arrangements* – RFA),
- linie (porozumienia) swapowe banków centralnych.

Różnorodność celów poszczególnych elementów GFSN obrazuje fakt, że np. linie swapowe są dobrym instrumentem szybkiego podstawiania krótkoterminowej płynności krajom dotkniętym gwałtownymi ruchami kapitału, nie nadają się jednak do zarządzania długookresowymi kryzysami czy kryzysami zadłużeniowymi ani finansowania nierównowag płatniczych.

Uwzględnienie regionalnych porozumień finansowych (RFA) jako komponentu GFSN jest wyrazem zmiany w podejściu do roli tego typu inicjatyw w stabilizowaniu msw. Jeszcze w latach 90. XX w. panowało przekonanie, że regionalizm walutowy i finansowy szkodzi multilateralizmowi, czego najlepszym wyrazem było zablokowanie przez USA propozycji Japonii dotyczącej utworzenia Azjatyckiego Funduszu Walutowego, który miał stanowić regionalną *financial safety net*.

Jak podkreślają B. Scheubel i L. Stracca, istotną linią podziału między elementami GFSN jest występowanie lub brak *conditionality*. Rezerwy walutowe i linie swapowe nie zawierają elementu *conditionality*, pozostałe dwa – tak<sup>7</sup>. *Conditionality* może mieć charakter *ex ante* (kwalifikacja do wsparcia płynnościowego), jak i *ex post* (udzielenie wsparcia po wykazaniu wypełnienia warunków). Szczególnie istotną rolę *conditionality* odgrywa w polityce pożyczkowej MFW, który stosuje ten instrument od 1952 r. W pewnym zakresie, jak zaznaczają B. Scheubel i L. Stracca, polityka *conditionality* MFW może być postrzegana jako forma zabezpieczenia (*collateral*), którego wykorzystanie w środowisku międzynarodowym jest trudniejsze niż w krajowym<sup>8</sup>.

Jak każda sieć bezpieczeństwa finansowego, GFSN jest formą ubezpieczenia, dlatego wiąże się z nią problem pokusy nadużycia (*moral hazard*). Zapewnianie sieci bezpieczeństwa finansowego może generować zarówno nadużycia typu

6 International Monetary Fund, *Adequacy of the global financial safety net*, „IMF Policy Paper”, March 2016.

7 B. Scheubel, L. Stracca, *What do we know...*

8 *Ibidem*.

*ex ante* (np. kraje będą mniej zainteresowane stabilną polityką gospodarczą, kredytodawcy będą pożyczać środki krajom podatnym na kryzysy), jak i *ex post* (np. poprzez nakłanianie krajów dotkniętych kryzysem do opóźniania niezbędnych dostosowań). GFSN musi być zatem tak zaprojektowana, aby zachęcać do realizacji stabilnej polityki gospodarczej. Dlatego też panuje przekonanie, że *conditionality ex ante* jest niezbędne w celu uniknięcia pokusy nadużycia<sup>9</sup>. Podejście do ograniczania pokusy nadużycia w dostarczaniu *emergency lending* jest kolejną cechą odróżniającą elementy składowe GFSN.

Uwzględniając zatem różne podejście do *conditionality* i ograniczania pokusy nadużycia w wyodrębnionych elementach GFSN, należy zauważyć, że są one ze sobą powiązane – np. podstawienie jednej formy *emergency lending* jest uzależnione od aktywności pozostałych form.

**Tabela 12.** Podstawowe cechy elementów GFSN

Element GFSN	Conditionality	Dostępność i podstawowe czynniki determinujące dostęp
Rezerwy walutowe	Nie	Poziom zakumulowanych rezerw, reżim kursowy
Linie swapowe banków centralnych	Nie, choć mogą wystąpić restrykcje w wykorzystaniu waluty	Gospodarcze i polityczne związki z emitentem waluty
Finansowanie ze środków MFW	Dla większości instrumentów	Zdolność pożyczkowa MFW, kwota udziałowa, czynniki polityczne (np. relacje z USA)
Finansowanie w ramach RFA	Dla wielu RFA	Zdolność pożyczkowa danego RFA, czasami ograniczona do wielokrotności opłaconego kapitału

**Źródło:** opr. własne za: *What do we know about the global financial safety net?*, B. Scheubel, L. Stracca, *What do we know about the global financial safety net? Rationale, data and possible evolution*, „ECB Occasional Paper Series” 2016, no. 177.

W dyskusji nad umiejscowieniem i zakresem stosowania instrumentów w ramach GFSN pojawia się analogia do funkcji krajowego pożyczkodawcy ostatejnej instancji (LOLR). Wynika to z faktu, że budowa efektywnej GFSN wymaga rozstrzygnięcia takich samych dylematów jak w przypadku LOLR, tj. kiedy i po jakiej cenie podstawiać płynność, komu ją podstawiać (dylemat płynność versus wypłacalność), czy zasady wsparcia płynnościowego powinny być znane *ex ante* itp.

W ocenie efektów stosowania GFSN badania empiryczne potwierdzają, że dostępność pewnej formy ubezpieczenia może być korzystna. B. Eichengreen i in.

9 O. Jeanne, J. Zettelmeyer, *International bailouts, moral hazard and conditionality*, „Economic Policy” 2001, vol. 16, no. 33.

wykazują, że istnieje mniejsze prawdopodobieństwo, że w latach następujących po korzystaniu z pomocy płynnościowej MFW kraje o silnych fundamentach doświadczą *sudden stop* w napływie kapitału<sup>10</sup>. L. Papi i in. podkreślają, że programy pożyczkowe MFW redukują prawdopodobieństwo kryzysu bankowego<sup>11</sup>. Z badań K.M.E. Dominguez i in. wynika, że kraje o wyższym poziomie rezerw doświadczały wyższego wzrostu realnego PKB w okresie globalnego kryzysu finansowego<sup>12</sup>. L. Goldberg i in. wykazują z kolei, że linie swapowe, razem z posiadanymi rezerwami walutowymi, mogą być efektywnym instrumentem redukcji presji na kurs walutowy<sup>13</sup>.

Od strony instytucjonalnej GFSN może przybierać formę bilateralną (porozumienia swapowe), plurilateralną (RFA), multilateralną (MFW). Elementy GFSN stanowią zarówno ubezpieczenia jednostronne (*self-insurance*), np. w formie akumulacji rezerw walutowych, jak i ubezpieczenia globalne (*global insurance*), np. poolingi rezerw. I ubezpieczenia jednostronne, i globalne mają swe zalety i wady. Dlatego też najlepszym rozwiązaniem może być kombinacja jednostronnych i globalnych form ubezpieczenia. Jednakże podkreśla się, że współwystępowanie wielu źródeł (agentów) dostarczania płynności w ramach GFSN powoduje ich wzajemne nakładanie się, co z kolei tworzy problemy koordynacji i może rodzić konflikty<sup>14</sup>. W szczególności dotyczy to niejasnego podziału kompetencji między instrumentami płynnościowymi alokowanymi przez MFW i RFA. W tym celu wielu autorów proponuje podział zadań między MFW i RFA w alokacji płynności – np. tak, aby RFA koncentrowały się na mniejszych problemach płynnościowych, zaś MFW na kryzysach globalnych. C.R. Henning postuluje wprowadzenie czytelnych zasad współpracy, które prowadziłyby do specjalizacji MFW i RFA w dziedzinach, w których posiadają one przewagę, zakazu konkurencji w określonych obszarach, transparentności<sup>15</sup>.

Ekspansję GFSN, która dokonała się w ostatnich latach, zarówno w odniesieniu do zasobów finansowych dostępnych w okresie kryzysu, jak i różnorodności komponentów, obrazują poniższe wykresy. Na szczególną uwagę zasługuje spadek roli MFW jako wiodącego źródła dostarczania płynności na rzecz linii swapowych i RFA.

10 B. Eichengreen, P. Gupta, A. Mody, *Sudden stops and IMF – supported programmes*, [w:] *Financial markets volatility and performance in emerging markets*, eds. S. Edwards, M.G.P. Garcia, University of Chicago Press, Chicago 2008.

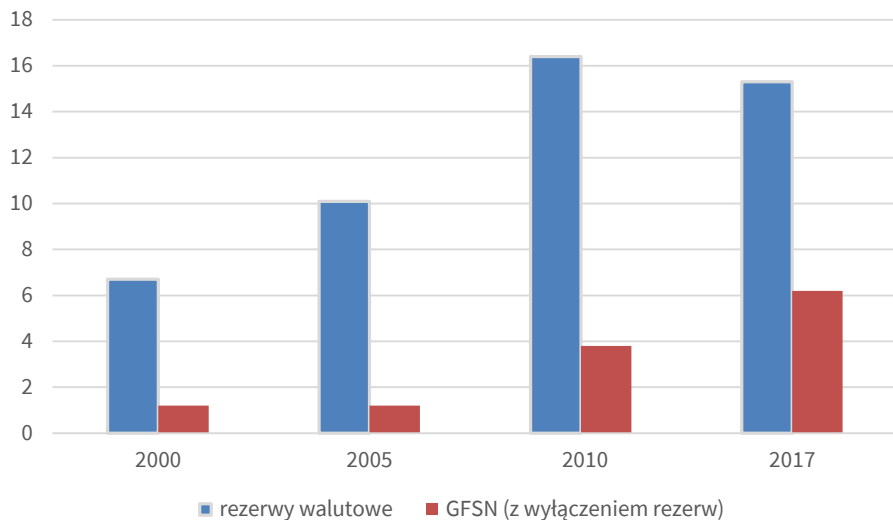
11 L. Papi, A.F. Presbitero, A. Zazzaro, *IMF lending and banking crisis*, „IMF Working Paper” 2015, no. 19.

12 K.M.E. Dominguez, Y. Hashimoto, T. Ito, *International reserves and the global financial crisis*, „Journal of International Economics” 2012, vol. 88, no. 2.

13 L.S. Goldberg, C. Kennedy, J. Miu, *Central bank dollar swap lines and overseas dollar funding costs*, „Economic Policy Review”, May 2011, Federal Reserve Bank of New York.

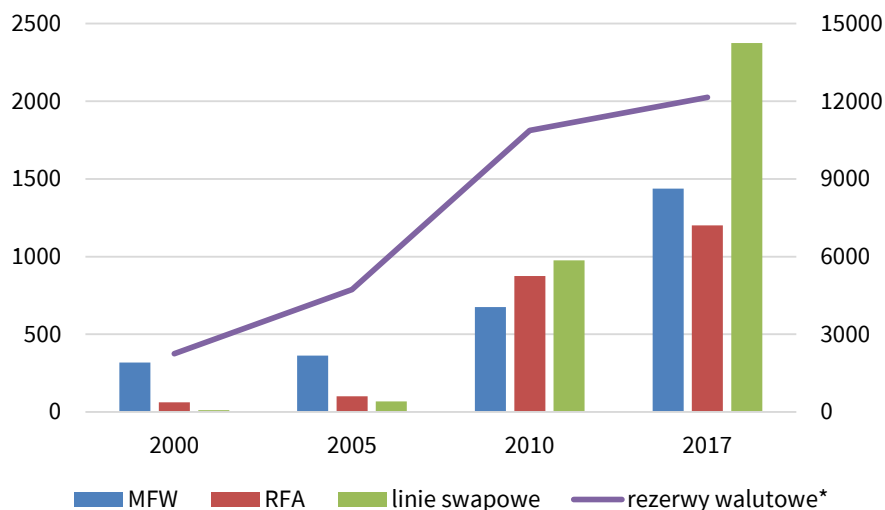
14 Podkreśla to m.in. C.R. Henning (*Coordinating regional and multilateral financial institutions*, „Working Paper” 2011, no. 11-9, Peterson Institute for International Economic; *Economic crisis and regional institutions*, „ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration” 2013, no. 81).

15 *Ibidem*.



**Rysunek 7.** Rezerwy walutowe oraz GFSN z wyłączeniem rezerw (jako % globalnego PKB)

**Źródło:** S. Gallego, P. L'Hotellerie-Fallois, F. López Vicente, *The International Monetary System and its role as a guarantor of global financial stability*, „Economic Bulletin” 2018, no. 4, Banco de España.



**Rysunek 8.** Komponenty GFSN (w mld USD)

(\*) rezerwy walutowe – prawa oś (w mld USD)

**Źródło:** *Ibidem*.

### 3. Koncepcja międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji (ILOLR) – ewolucja pojęcia i dylematy realizacji funkcji

Koncepcja GFSN jest stosunkowo nowa, nawiązuje do rozważań z zakresu stabilności finansowej. Pojęcie ILOLR pojawiło się w literaturze finansów międzynarodowych znacznie wcześniej w nawiązaniu do doktryny krajowego pożyczkodawcy ostatniej instancji.

O ile nie ma wątpliwości, że na poziomie krajowym rola pożyczkodawcy ostatniej instancji (LOLR) jest kluczową funkcją realizowaną przez bank centralny (egzemplifikacją jego roli jako banku banków), o tyle w msw i msf budzi liczne kontrowersje, zarówno w zakresie możliwości i zasadności jej wypełniania, jak i umiejscowienia.

Jak zauważają B. Scheubel i L. Stracca, występują trzy istotne różnice między sprawowaniem funkcji LOLR na poziomie krajowym oraz w kontekście międzynarodowym. Po pierwsze, jeśli pasywa zagraniczne są denominowane w walucie zagranicznej, bank centralny może nie mieć wystarczającego zasobu płynności walutowej, aby efektywnie ją dostarczać. Po drugie, międzynarodowy pożyczkodawca ostatniej instancji (publiczny lub prywatny) ma mniejsze możliwości wpływania na zachowania pożyczkobiorców i wymagania odpowiedniego zabezpieczenia, gdyż kraje są niezależnymi jednostkami, a poddawanie ich działań regulacjom międzynarodowym i jurysdykcji międzynarodowych sądów jest trudniejsze. Po trzecie, w sytuacji braku prawdziwie globalnego banku centralnego nie należy wymagać, aby ILOLR miał nieograniczone zasoby finansowe<sup>16</sup>. Wątpliwości, czy można w ogóle mówić o funkcji LOLR pełnionej na szczeblu ponadnarodowym, na którym brak jest waluty globalnej, podziela spora część ekonomistów.

Po przyjęciu jednak, że można mówić o międzynarodowym pożyczkodawcy ostatniej instancji, rodzi się zasadnicze pytanie o umiejscowienie tej funkcji. Wśród potencjalnych rozwiązań naturalne wydaje się, że funkcję tę może pełnić zagraniczny bank centralny (albo grupa współpracujących ze sobą banków centralnych) lub międzynarodowa instytucja finansowa.

W sytuacji globalnego szoku negatywnego, jak podkreślają E. Fernández-Arias i E. Levy Yeyati, tylko emitent aktywów rezerwowych może efektywnie wykonywać funkcję ILOLR<sup>17</sup>. J.-P. Landau zwraca uwagę, że jest to rozwiązanie rodzące asymetrię. Powoduje bowiem asymetryczny wzrost ekspozycji na ryzyko między bankami centralnymi emitującymi walutę rezerwową i pozostałymi, co może

<sup>16</sup> B. Scheubel, L. Stracca, *What do we know...*

<sup>17</sup> E. Fernández-Arias, E. Levy Yeyati, *Global financial safety nets. Where do we go from here?*, „IDB Working Paper” 2010, no. 231.

z kolei generować fiskalne lub quasi-fiskalne koszty dla niektórych uczestników. Fiskalny wymiar kosztu dla kraju emitującego walutę rezerwową ma szczególne znaczenie w warunkach wysokiego zadłużenia krajów rozwiniętych. W warunkach krajowego LOLR ryzyko to może być eliminowane (lub zredukowane) poprzez wykorzystywanie zabezpieczenia w transakcjach (*collateral*). Z niewielkimi wyjątkami (np. linie swapowe EBC z Węgrami) transakcje na poziomie międzynarodowym są niezabezpieczone<sup>18</sup>. Jest to istotna różnica między ILOLR a krajowym LOLR, która wymagałaby dookreślenia zasad współpracy.

Z punktu widzenia kraju emitującego walutę rezerwową szczególne znaczenie przy wypełnianiu funkcji ILOLR przez jego bank centralny ma, oprócz wspomnianych implikacji fiskalnych, *moral hazard*. Czynnikiem ograniczającym *moral hazard* może być fakt, że ILOLR jest uruchamiany tylko w okresie kryzysu płynnościowego. Implikacje fiskalne i quasi-fiskalne (co ujęto w dylemacie Triffin II) stanowić mogą jednak prawdziwe wyzwanie dla międzynarodowego dostarczania płynności.

Wśród międzynarodowych instytucji finansowych naturalnym kandydatem do realizacji tej funkcji wydaje się MFW, chociaż w toku dyskusji pojawiały się także postulaty scedowania funkcji na BIS<sup>19</sup>.

Kolejna problematyczna kwestia dotyczy zakresu realizacji funkcji ILOLR. Do czasu globalnego kryzysu finansowego dominowało przeświadczenie, że funkcja ta jest realizowana w stosunku do rządów. Kryzys zweryfikował ten pogląd, doprowadzając do uznania, że funkcja ta musi być wypełniana także wobec systemu bankowego, silnie poddanego szokom płynnościowym. Potrzeba rozszerzenia funkcji ILOLR na sektor bankowy i stabilizowania systemu finansowego jest konsekwencją niestabilności przepływów kapitału. O ile krajowy „run” na płynność, wymagający zastosowania krajowego LOLR, jest wynikiem słabości funkcjonowania krajowych pośredników finansowych, o tyle w kontekście międzynarodowym „run” polega na gwałtownych ruchach kapitałów zagranicznych (lub nawet krajowych) z długu krajowego (*capital flow reversal*), co wywiera nacisk na deprecjację kursu waluty i nie może być odpowiednio równoważone środkami banku centralnego (prowadząc np. do drenażu rezerw). Niepewne zachowanie inwestorów może przybrać formę *sudden stop* (nagłego wstrzymania dopływu kapitału) lub *capital flight* (ucieczki kapitału). Negatywną konsekwencją gwałtownych ruchów kapitału może być deprecjacja waluty, charakteryzująca się overshootingiem kursu. Ekspozycja na zjawisko *sudden stop* jest naturalnie pochodną otwartości finansowej kraju, co z kolei wskazuje, że efektywna realizacja funkcji ILOLR jest szczególnie istotna z punktu widzenia gospodarek *emerging markets*. Dla tej grupy krajów problem braku płynności walutowej jest dotkliwy ze względu na to, że

18 J. Landau, *International lender...*

19 E. Stawasz-Grabowska, *Pożyczkodawca ostatniej instancji w strefie euro. Nowa rola Europejskiego Banku Centralnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2018.



znaczna część długu jest denominowana w walucie zagranicznej, poza tym tworzy on dylematy dla krajowej polityki pieniężnej.

Kontrowersje wokół funkcji ILOLR powróciły w ekonomii międzynarodowej w 1999 r., kiedy to S. Fischer zaproponował, aby przekształcić MFW w międzynarodowego pożyczkodawcę ostatniej instancji, skłonnego do dostarczania płynności dla krajów o stabilnych politykach w celu uchronienia ich przed efektem zarażania i paniką na rynkach finansowych<sup>20</sup>. S. Fischer dowodził, że MFW może być efektywnym międzynarodowym pożyczkodawcą ostatniej instancji, nawet wobec braku zdolności kreacji pieniądza i ograniczonych zasobów. Również C.A.E. Goodhart podkreślał potencjał organizacji międzynarodowych, takich jak MFW, w odgrywaniu większej roli jako ILOLR<sup>21</sup>. Wydaje się, że wprowadzane w kolejnych latach instrumenty *emergency lending* były wyrazem takiego właśnie rozumienia roli MFW w zapewnianiu płynności międzynarodowej. Tym samym można uznać, że do czasu globalnego kryzysu finansowego z 2007 r. nie budziło większych kontrowersji stwierdzenie, że to MFW jest międzynarodowym pożyczkodawcą ostatniej instancji<sup>22</sup>. Dopiero globalny kryzys finansowy podał w wątpliwość, czy MFW – ze względu na ograniczone możliwości finansowania oraz potrzebę elastyczności w zapewnianiu dostępu do płynności – może efektywnie wypełniać funkcję ILOLR. Na podstawie pozytywnych doświadczeń kryzysowych banków centralnych w zakresie dostarczania płynności w skali globalnej E. Truman sformułował tezę, że tylko banki centralne mają wystarczającą „elastyczność bilansową”, aby pełnić funkcję ILOLR. Zdaniem eksperta funkcja ILOLR musi być scentralizowana w bankach centralnych, bo tylko one mogą zarządzać szybko przebiegającym kryzysem, dostarczając nielimitowaną krótkoterminową płynność<sup>23</sup>.

Często przytaczanym argumentem przeciwko możliwości wypełniania funkcji ILOLR przez MFW jest „efekt stygmatyzowania” (*stigma effect*) wynikający z polityki *conditionality*<sup>24</sup>. Polega on na stygmatyzowaniu kraju starającego się o wsparcie kredytowe z MFW, gdyż sugeruje ono problemy gospodarcze. Państwa obawiają się stygmatyzacji zarówno ze strony krajowego elektoratu (*political stigma*), jak i ze strony rynków finansowych (*economic/financial market stigma*)<sup>25</sup>.

20 S. Fischer, *On the need for an international lender of last resort*, „The Journal of Economic Perspectives” 1999, vol. 13, no. 4.

21 C.A.E. Goodhart, *Myths about the lender of last resort*, „International Finance” 1999, vol. 2, no. 3.

22 B. Scheubel, L. Stracca, *What do we know...*

23 E. Truman, *Enhancing the global financial safety net through central bank cooperation*, <https://voxeu.org/article/enhancing-global-financial-safety-net-through-central-bank-cooperation> (dostęp: 30.08.2020).

24 J. Landau, *International lender...*

25 European Central Bank, *Conditionality and design of IMF-supported programmes*, IRC Task Force on IMF and Global Financial Governance Issues, „ECB Occasional Paper Series” 2019, no. 235.

Z kolei B. Scheubel i L. Stracca do dwóch głównych powodów, dla których MFW nie jest predestynowany do pełnienia funkcji ILOLR, zaliczają: ograniczenia w zapewnieniu wystarczającego poziomu płynności oraz problemy wynikające z polityki *conditionality* (np. stygmatyzacja). Ciekawą koncepcją przezwycięzenia drugiego problemu jest możliwość wykorzystania zabezpieczenia w miejsce tradycyjnego uwarunkowania (np. w postaci aktywów finansowych, przychodów podatkowych, dochodów z eksportu ropy naftowej itp.)<sup>26</sup>. W rozważaniach, czy w takiej sytuacji banki centralne mogą wypełniać funkcję ILOLR, B. Scheubel i L. Stracca dostrzegają jednak kluczowy problem: nie posiadają one prawnego mandatu do wypełniania tej funkcji, pełnią ją więc głównie wtedy, kiedy jest to w interesie kraju udzielającego wsparcia (np. wsparcie płynnościowe dla kraju, z którym posiada się silne finansowe i gospodarcze związki)<sup>27</sup>.

Tym niemniej dominuje obecnie przekonanie, że wsparcie płynnościowe ze strony banków centralnych może być sposobem na uniknięcie systemowych problemów wynikających z jednostronnego ubezpieczania się w postaci akumulacji rezerw walutowych i szoków płynnościowych w systemie finansowym. Ten wymiar wsparcia w ramach ILOLR (unikanie paniki finansowej i samonapędzających się spirali płynnościowych) należy oddzielić jednak od warunkowego wsparcia na cele bilansu płatniczego oraz łagodzenia napięć na rachunkach kapitałowych, za co powinien być odpowiedzialny MFW. I w tym obszarze, jak przyznaje J.-P. Landau, nie mówimy już o funkcji ILOLR<sup>28</sup>.

W swoich rozważaniach J.-P. Landau zwraca ponadto uwagę, że sektor prywatny i publiczny mają odmienne oczekiwania odnośnie do funkcji ILOLR, tworzą dla niej zatem odmienne uwarunkowania. Prywatne instytucje finansowe wykazują w okresach stabilności tendencję do niedoszacowywania potrzeb płynnościowych w oczekiwaniu, że w okresie niedoboru płynności międzynarodowy pożyczkodawca ostatniej instancji udzieli im wsparcia. Z kolei sektor publiczny w sytuacji braku ILOLR przyjmuje strategię ponadoptymalnej akumulacji rezerw walutowych jako przezornościowej formy buforu płynnościowego<sup>29</sup>. Jak wykazują badania empiryczne, jest to uwzględnione przez rynki – w poszczególnych krajach, zwłaszcza w okresach niestabilności, następuje silne zróżnicowanie w spreadach instrumentów emisji publicznych i wahaniach kursów walutowych, w zależności od poziomu rezerw walutowych<sup>30</sup>.

Optymalny model ILOLR powinien, zdaniem J.-P. Landaua, spełniać trzy kryteria: wsparcie powinno być nieuwarunkowane, Nielimitowane oraz

26 *Ibidem*.

27 B. Scheubel, L. Stracca, *What do we know...*

28 Por. J. Landau, *International lender...*

29 *Ibidem*.

30 J. Aizenman, Y. Cheung, H. Ito, *International reserves before and after the global crisis: is there no end to hoarding?*, „NBER Working Paper” 2014, no. 20386.

niezabezpieczone<sup>31</sup>. Ekspert przyznaje jednocześnie, że jest oczywiście nierealne, aby wszystkie kryteria były wypełnione, zasadne jest zatem, aby banki centralne, uwzględniając ograniczenia i istotność walut rezerwowych i pozostałych, decydowały, które kryteria są najważniejsze. Bezdyskusyjne jest niuwarunkowane wsparcie płynnościowe, niezależnie od samej natury uwarunkowania (*ex ante*, *ex post*, łagodne czy uciążliwe), bo tylko takie gwarantuje pełną substytucyjność w stosunku do akumulacji rezerw walutowych w okresie kryzysu płynnościowego. Trudność z optymalną konstrukcją ILOLR obrazuje fakt, że według klasycznej teorii LOLR płynność powinna być dostarczana w nielimitowanych ilościach pod warunkiem dobrego zabezpieczenia. Tak długo jak porozumienia swapowe pozostaną transakcjami niezabezpieczonymi, będą musiały mieć limitowany poziom wsparcia. Rodzi się jednak pytanie, czy limitowanie wsparcia ma znaczenie wobec skali przepływów kapitałowych? Doświadczenia ostatniego kryzysu wykazują, że nie.

Ponadto J.-P. Landau wyodrębnia cztery różne instrumenty, na których opiera się funkcja ILOLR. Są to: przezornościowe utrzymywanie rezerw walutowych, linie kredytowe MFW, linie swapowe banków centralnych, inne bilateralne i multilateralne porozumienia. Klasyfikacja ta, jak się okazuje, jest zbieżna z klasyfikacją elementów GFSN. Elementy te są w stosunku do siebie komplementarne, jednak wykorzystanie jednego instrumentu może rzutować na możliwości wykorzystania pozostałych – np. wsparcie płynnościowe ze strony instytucji ponadnarodowej może być uwarunkowane posiadaniem własnego buforu w postaci jednostronnego ubezpieczenia, co pozwoliłoby wyeliminować *moral hazard*.

## 4. Instrumenty alokacji płynności międzynarodowej

### 4.1. Rola regionalnych porozumień finansowych w alokacji płynności

Regionalne porozumienia finansowe (RFA) tworzone w celu zarządzania kryzysami płynnościowymi funkcjonują w wielu regionach (Azja Wschodnia, Europa, Ameryka Łacińska, Bliski Wschód, Afryka). Niektóre działają od dawna, pozostałe zostały ustanowione w odpowiedzi na globalny kryzys finansowy. Wzrost ich znaczenia ilustruje fakt, że całkowite zasoby finansowe RFA zwiększyły się

31 J. Landau nazywa ten model kryteriami „3 x nie” (w oryginale: „Three U criteria: unconditional, unlimited, unsecured”).

dziesięciokrotnie w okresie 2007–2017, osiągając poziom 1,2 mld USD, porównywalny zatem do obecnych zasobów finansowych MFW<sup>32</sup>.

Najczęściej przybierają one formę regionalnych permanentnych linii swapowych lub poolingów rezerw. Warto podkreślić, że regionalne poolingi rezerw są efektywne tylko wówczas, gdy kraje doświadczają asymetrycznych szoków płynnościowych w regionie. Pooling rezerw nie przynosi dodatkowych korzyści, kiedy szoki mają charakter globalny i kiedy kraje tworzące pooling są dotknięte nimi jednocześnie. Ponadto trudno sobie wyobrazić, jak wysoki poziom środków musiałby być zgromadzony w ramach poolingu, aby pozwoliło to na rezygnację ze wsparcia ze strony banku centralnego emitenta waluty rezerwowej<sup>33</sup>.

Najbardziej ambitnym przedsięwzięciem w tym zakresie jest niewątpliwie utworzony w 2000 r. Chiang Mai Initiative (CMI). Jest to system bilateralnych linii swapowych mający na celu dostarczenie płynności dla krajów członkowskich ASEAN+3 odczuwających krótkoterminowe problemy płatnicze. Jest to porozumienie wielowalutowe (*multiple-currency arrangement*). Ten instrument wsparcia wielostronnego opierał się na poolingiu rezerw o wartości 120 mld USD, do którego dostęp miał każdy kraj uczestniczący do określonego indywidualnie pułapu. W trakcie kryzysu finansowego (w 2009 r.) CMI zostało zastąpione przez CMIM, które jest jednocześnie multilateralnym poolingiem rezerw i porozumieniem swapowym. Tworząc tzw. Multilateralizację Inicjatywy Chiang Mai (Chiang Mai Initiative Multilateralisation – CMIM), zwiększono zasoby kapitałowe (do 240 mld USD) oraz utworzono jednostkę monitorującą w Singapurze. Wydaje się jednak, że skala CMIM jest jeszcze zbyt mała (jego zdolność pożyczkowa stanowi jedynie 2,5% rezerw walutowych krajów ASEAN+3), by porozumienie mogło stać się impulsem do dekumulacji. Tym niemniej należy podkreślić, że nadanie pierwotnej formule współpracy (jaką była CMI) formy bardziej zinstytucjonalizowanej, o szybkim i efektywnym mechanizmie alokacji płynności dewizowej stanowi pozytywny przykład regionalnego zarządzania kryzysem finansowym, a jednocześnie jest krokiem ku pełniejszej integracji walutowej w regionie.

Ponadto w 2011 r. kraje ASEAN+3 utworzyły Macroeconomic Research Office (AMRO), który stanowi niezależną regionalną jednostkę nadzoru zajmującą się analizowaniem i monitorowaniem gospodarek w regionie oraz wspieraniem procesu decyzyjnego w ramach CMIM.

W ocenie wpływu CMI oraz CMIM na stabilność finansową i walutową należy podkreślić, że żadna z tych inicjatyw nie stała się istotną alternatywą dla zasobów MFW ani krajów rozwiniętych w rozwiązywaniu problemów płatniczych krajów

32 S. Gallego, P. L'Hotellerie-Fallois, F. López-Vicente, *The International Monetary Fund and its role as a guarantor of global financial stability*, „Economic Bulletin” 2018, no. 4, Banco de España.

33 S. Cecchetti, *Towards an international lender of last resort*, [w:] *Re-thinking the lender of last resort*, „BIS Papers” 2014, no. 79.

członkowskich. Płynność dostępna w ramach obu inicjatyw nie była wykorzystywana w trakcie globalnego kryzysu finansowego 2007–2010, od tego czasu korzystano z niej sporadycznie.

Płynność dolarowa, którą kraje mogą uzyskać w ramach CMIM, wydaje się zbyt mała, aby stanowić wiarygodny mechanizm ochronny przed gwałtownymi odpływami kapitału. Ponadto kraje, które chcą uzyskać pewien pułap środków z mechanizmu, muszą otrzymać porozumienie pożyczkowe z MFW i podlegać jego polityce *conditionality*. Wydaje się, że właśnie problem stygmatyzacji wynikającej ze związku CMIM z MFW ograniczył skalę wykorzystanych środków z instrumentu regionalnego. Podawany jest przykład Indonezji i Korei Płd., które nie skorzystały z dostępu do regionalnej linii swapowej, nie chcąc zaakceptować programów MFW.

Doświadczenia CMIM wskazują, że wyeliminowanie związków z programami MFW jest niezbędne dla wzrostu znaczenia regionalnych instrumentów *emergency lending*. Wdrożenie tzw. Precautionary Line w ramach CMIM i nadzoru regionalnego w ramach AMRO może być krokiem w kierunku zredukowania związków z płynnością pozyskiwaną z MFW i uczynić CMIM bardziej atrakcyjnym instrumentem regionalnego wsparcia płynnościowego.

Na poziomie regionalnym na uwagę zasługują instrumenty wsparcia płynnościowego funkcjonujące w ramach UE. Ułatwienia finansowania bilansu płatniczego działają w UE od lat 70., od 2002 r. w formie Balance of Payments Assistance Facility oraz nowego mechanizmu European Financial Stabilization Mechanism. Dla krajów członkowskich UGiW funkcjonują dodatkowo: wprowadzony w 2010 r. tymczasowy European Financial Stability Facility oraz European Stability Mechanism o charakterze permanentnym, wprowadzony w 2012 r.

Regionem o długiej historii regionalnych porozumień dotyczących wzajemnego wsparcia kredytowego jest Ameryka Łacińska. W 1988 r. ustanowiono tam Latin American Reserve Fund (FLAR), mechanizm wzajemnego wsparcia płynnościowego między średnimi i małymi krajami regionu. Zdolność pożyczkowa w ramach FLAR zależy od opłaconego kapitału i przeznaczenia kredytu. Mimo że nie opiera się ona na polityce *conditionality*, nie ma związku z MFW, jest jednak, jak podkreśla w swoim raporcie United Nations, mała, co redukuje możliwości dostępu<sup>34</sup>.

Podobnym do FLAR regionalnym mechanizmem wsparcia płynnościowego jest Arab Monetary Fund (AMF), ustanowiony w 1977 r. dla krajów nienależących do OPEC. Fundusz ten dostosowuje zakres wsparcia płynnościowego do indywidualnej sytuacji płatniczej beneficjenta. Warunki dostępu są mniej restrykcyjne niż w przypadku MFW, ale zasoby kapitałowe AMF są jeszcze mniej-

34 United Nations, *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System* (Stiglitz Commission), September 2009, New York.

sze niż w ramach FLAR, co powoduje, że jego środki mogą jedynie uzupełniać pożyczki MFW<sup>35</sup>.

Przykładem najmłodszych porozumień w grupie krajów *emerging markets* jest wprowadzone w 2015 r. porozumienie dotyczące rezerw (*Contingency Reserve Arrangement*) mające na celu dostarczenie płynności między krajami BRICS (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny, RPA). Zdziwienie może budzić fakt, że znając bariery wykorzystania środków w ramach CMIM, przyjęto tu zasadę, że dla środków przekraczających 30% linii kredytowej kraj musi realizować program MFW<sup>36</sup>.

Z analiz prowadzonych przez J. Ocampo wynika, że największymi funkcjonującymi obecnie mechanizmami, w odniesieniu do PKB regionu, są: European Stability Mechanism (5,3%) oraz CMI (1,3%)<sup>37</sup>.

Badania wykazują, że wykorzystanie środków płynnościowych z RFA wzrosło w trakcie globalnego kryzysu finansowego. Ze wszystkich RFA najbardziej aktywne były porozumienia europejskie, gdzie skala pożyczek wśród beneficjentów sięgała średnio 8% PKB regionu, największy poziom sięgnął 50% PKB (Grecja). Średni poziom pożyczek w ramach FLAR wynosił 1% PKB beneficjentów, w przypadku AMF było to 0,4% PKB<sup>38</sup>.

Podstawowy zarzut odnoszący się do roli regionalnych porozumień finansowych zawieranych między krajami rozwijającymi się i *emerging markets*, który dotyczy ograniczenia efektywności tego instrumentu *emergency lending*, opiera się na spostrzeżeniu, że kraje te są poddane efektom zarażania (*contagion*) w warunkach kryzysu płynnościowego lub kryzysu bilansu płatniczego. Szczególnie w przypadku tych grup krajów kryzysy szybko rozprzestrzeniają się, stając się kryzysami systemowymi w regionie. Z tego względu formułowany jest postulat, że regionalne instrumenty *emergency lending* nie mogą substytuować linii kredytowych MFW w trakcie kryzysów systemowych.

Tym niemniej, ze względu na postępujące procesy regionalnej integracji finansowej, regionalne porozumienia dotyczące wsparcia płynnościowego powinny być rozwijane komplementarnie w stosunku do instrumentów multilateralnych. Głębsza integracja finansowa, przekładająca się na wzrost prawdopodobieństwa dywersyfikacji portfela w regionie, tworzy jednocześnie potencjalne niebezpieczeństwo asymetrycznych szoków płynnościowych. Ustanawianie regionalnych instrumentów wsparcia płynnościowego może być istotnym narzędziem wspierającym rozwój regionalnych rynków finansowych.

35 Chociaż, jak zauważa J. Ocampo, ze względu na cel ustanowienia AMF – finansowanie handlu – bardziej należy on do grupy banków rozwoju aniżeli porozumień monetarnych. Za: J. Ocampo, *Resetting the international monetary (non)system*, Oxford University Press, New York 2017.

36 *Ibidem*.

37 *Ibidem*. Autor przyznaje jednocześnie, że rozmiar mechanizmu (mierzony w stosunku do PKB regionu) nie jest dobrą miarą jego efektywności, zwłaszcza w odniesieniu do małych krajów.

38 B. Scheubel, L. Stracca, *What do we know...*

## 4.2. Linie swapowe

### 4.2.1. Współpraca banków centralnych w alokacji płynności międzynarodowej

Współpraca banków centralnych w zakresie alokacji płynności międzynarodowej jest kluczową płaszczyzną stabilizowania msw. E. Dorrucchi i J. McKay zauważają wprost, że żaden mechanizm alokacji płynności międzynarodowej na poziomie globalnym nie będzie efektywny bez pośredniej lub bezpośredniej współpracy banków centralnych. Wynika to z faktu, że tylko banki centralne mają możliwość dostarczania nielimitowanej płynności. Jest to funkcja, której (w obecnych warunkach funkcjonowania msw) nie są w stanie wypełniać inne instytucje (np. MFW)<sup>39</sup>.

Banki centralne odnotowują liczne przykłady pozytywnych doświadczeń we współpracy międzynarodowej w toku ewolucji msw. Należą do nich:

1. Pool złota, ustanowiony w 1961 r. przez USA i siedem krajów europejskich w celu stabilizowania ceny złota w USD, co miało uchronić USA przed spadkiem rezerw złota. To przykład, kiedy interesy indywidualne banków centralnych i zbiorowe się różniły.
2. Central Bank Gold Agreement – porozumienia z lat 1999, 2004, 2009, 2014, mające na celu wspólne skoordynowane pozbywanie się rezerw złota. Mając świadomość, że jednoczesna wyprzedaż złota obniża jego cenę, banki centralne koordynują tę wyprzedaż.
3. Stworzenie siatki linii swapowych w zarządzaniu globalnym kryzysem finansowym w latach 2007–2010. Uznaje się, że bilateralne linie swapowe między bankami centralnymi, które były aktywnie wykorzystywane w celu dystrybuowania płynności dewizowej (gł. dolarowej) do globalnego systemu finansowego poprzez krajowe banki centralne, odegrały istotną rolę w stabilizowaniu rynków<sup>40</sup>. Porozumienie swapowe można interpretować jako geograficzne rozszerzenie zakresu zasilania płynnościowego stosowanego wobec krajowego systemu bankowego w postaci operacji otwartego rynku, przy wykorzystaniu zagranicznych banków centralnych jako pośredników w alokacji płynności<sup>41</sup>.

W ujęciu historycznym linie swapowe były stosowane przez banki centralne, w tym przez System Rezerwy Federalnej, już pod koniec funkcjonowania systemu walutowego z Bretton Woods, głównie w celu zapobiegnięcia utraci rezerw złota, a następnie w latach 70. Były wówczas zawierane w różnych celach, takich jak: wspieranie polityki kursowej, zarządzanie aktywami i pasywami, wspieranie

39 E. Dorrucchi, J. McKay, *The international monetary system after the financial crisis*, „ECB Occasional Paper Series” 2011, no. 123.

40 Por. J. Aizenman, Y. Jinjarak, D. Park, *International reserves and swap lines: substitutes or complements?*, „NBER Working Paper” 2010, no. 15804; W.A. Allen, R. Moessner, *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008–2009*, „BIS Working Papers” 2010, no. 310.

41 W.A. Allen, R. Moessner, *Central bank co-operation...*

międzynarodowego wykorzystywania walut, ułatwienie funkcjonowania rynków finansowych i zapewnianie stabilności finansowej<sup>42</sup>. Ich wykorzystywanie, a tym samym znaczenie dla stabilizowania msw, do czasu globalnego kryzysu finansowego było jednak niewielkie.

W porozumieniu swapowym każda ze stron jest wystawiona na ryzyko niewypłacalności (*sovereign default risk*) partnera. Ryzyko to jest zredukowane, ale nie eliminowane, poprzez obecność zabezpieczenia. Porozumienie swapowe pozwala bankowi centralnemu kraju B na dostęp do waluty kraju A bez ponoszenia ryzyka kursowego. W odpowiedzi na zwiększony popyt na walutę A w kraju B bank centralny kraju A zwiększa podaż waluty A dla banku kraju B. Eliminuje to niedobór waluty A w kraju B, zawiera w sobie jednocześnie aprecjację własnej waluty.

Mimo że linie swapowe funkcjonują na zasadzie wzajemności (oba banki centralne otrzymują ekwiwalentną ilość waluty), w rzeczywistości działają asymetrycznie. Kraj B zgłasza popyt na walutę A w celu wsparcia systemu finansowego lub przeciwstawienia się atakowi spekulacyjnemu, podczas gdy bank kraju A po prostu utrzymuje walutę B w swoim bilansie.

Porozumienia swapowe są więc przykładem wzrostu podaży płynności w walutach rezerwowych. Ponieważ jednak nie wszystkie waluty są walutami rezerwowymi, asymetria w działaniu porozumień swapowych ma istotny wpływ na tworzenie sieci stałych porozumień<sup>43</sup>.

#### **4.2.2. Doświadczenia kryzysu finansowego (2007–2010) z wykorzystaniem linii swapowych**

Globalny kryzys finansowy (2007–2010) wykazał, że obok tradycyjnego popytu na rezerwy zgłaszanego przez banki centralne w celu dokonania interwencji na rynku walutowym może pojawić się popyt wynikający z potrzeby zapewnienia płynności rynku pieniężnego i de facto konieczności zastąpienia rynku międzybankowego przez banki centralne. Kryzys płynnościowy wynikający z przepływów międzynarodowych funduszy do USA i Japonii doprowadził do braku płynności walutowej, głównie dolarowej, oraz zaburzeń w funkcjonowaniu rynków hurtowych (głównie depozytów i swapów walutowych). Obawy dotyczące ryzyka kredytowego spowodowały rozprzestrzeniający się brak zaufania w sektorze bankowym. Niedostatek międzynarodowej płynności (*shortage of international liquidity*) stał się jednym z czynników, które przyczyniły się do rozlania kryzysu finansowego poza obszar USA.

W tej sytuacji jednym z podstawowych wyzwań, przed jakimi stanęły banki centralne i rządy, było uzyskanie pomocy płynnościowej (*liquidity assistance*), głównie dolarowej. Zapewnienie dostępu do międzynarodowej płynności walutowej stało się dla banków centralnych niezbędne, aby umożliwić systemowi

42 B. Scheubel, L. Stracca, *What do we know...*

43 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international...*



bankowemu finansowanie aktywów denominowanych w walutach obcych. Czynnikiem zagrażającym stabilności finansowej kraju i generującym popyt banku centralnego na walutę zagraniczną była także potrzeba obrony waluty krajowej przed atakami spekulacyjnymi.

Banki centralne mogły dostarczyć dolarową płynność z własnych rezerw walutowych lub z otwartego rynku. Jednak, jak podkreślają M.J. Fleming i N.J. Klagge, zasoby rezerw walutowych w większości banków centralnych były mniejsze niż np. kwoty udostępniane w ramach linii swapowych, byłyby więc niewystarczającym źródłem waluty zagranicznej. Ponadto ich struktura walutowa nie zawsze odpowiada strukturze walutowej zgłaszanego popytu na płynność, mogą być również ulokowane w niepłynnych aktywach<sup>44</sup>.

Należy zwrócić uwagę, że problemy z płynnością dewizową nie ograniczały się do krajów *emerging markets* (jak wcześniejsze epizody kryzysów finansowych), lecz były odczuwalne także w wielu krajach rozwiniętych<sup>45</sup>. Jak zauważają M. Obstfeld i in., zawirowania na rynkach kredytowych w 2007 r. pokazały, że w świecie głęboko powiązanych rynków finansowych potrzeba płynności walutowej w sytuacji niestabilności finansowej nie ogranicza się do krajów rozwijających się, lecz jest zjawiskiem globalnym<sup>46</sup>.

Waluty, w przypadku których system bankowy odczuwał problemy z płynnością, charakteryzowało to, że:

- były walutami, w których banki komercyjne działające na obszarze poza krajem ich emisji denominowały duże wartości swoich aktywów, które nie mogły być szybko upłynnione;
- niektóre banki miały problemy z pozyskiwaniem nowych depozytów w tych walutach lub doświadczały wycofywania finansowania zapewnionego uprzednio przez ich banki-matki<sup>47</sup>.

Walutami najczęściej używanymi do denominowania pożyczek w walutach obcych były USD, euro i frank szwajcarski.

W analizie skali i zakresu oddziaływania porozumień swapowych jako instrumentu alokacji płynności walutowej w okresie globalnego kryzysu finansowego wyróżnia się cztery nakładające się wzajemnie siatki porozumień:

- Systemu Rezerwy Federalnej, ustanowioną w celu dostarczenia płynności dolarowej;

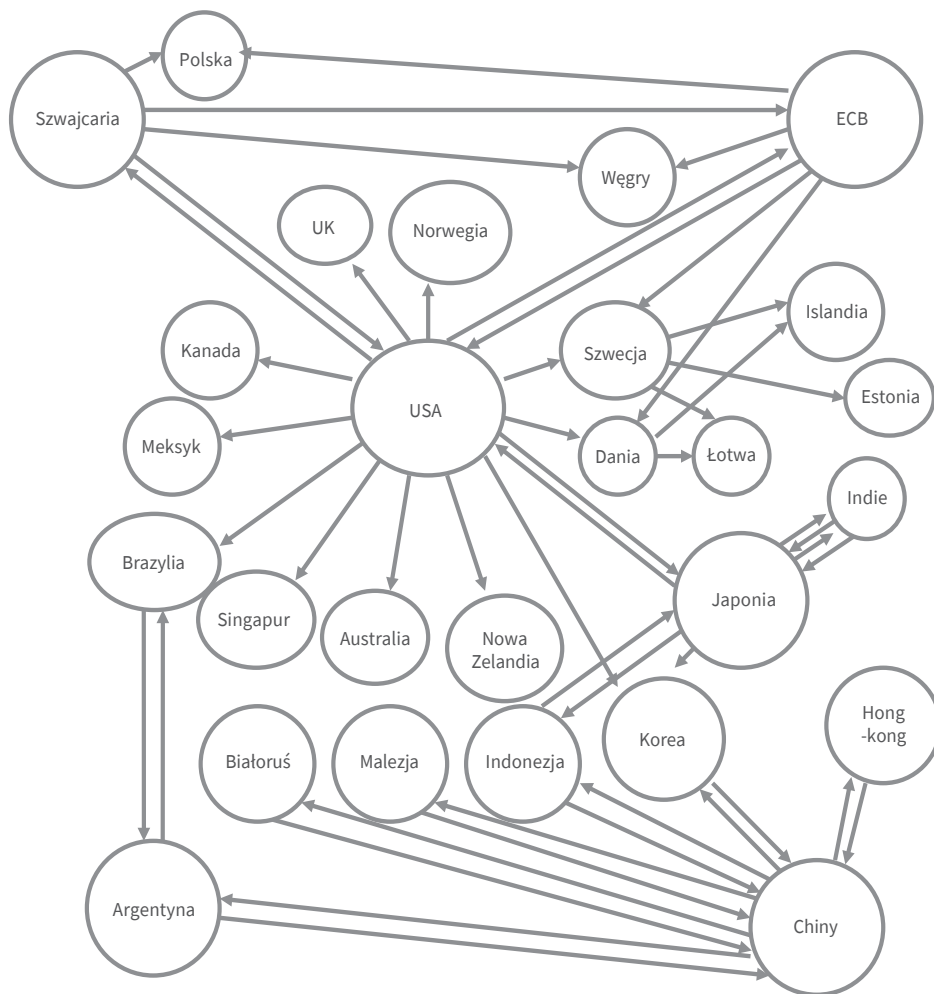
44 M.J. Fleming, N.J. Klagge, *The Federal Reserve's foreign exchange swap lines*, „Current Issues in Economics and Finance” 2010, vol. 16, no. 4, Federal Reserve Bank of New York.

45 Problemy braku płynności walutowej były dotychczas traktowane jako domena krajów *emerging markets* (np. dotknęły azjatyckie kraje *emerging markets* w czasie kryzysu azjatyckiego w latach 1997–1998), jednak po raz pierwszy od lat 30. XX w. problem taki dotyczył krajów rozwiniętych (głównie Europy Zachodniej).

46 M. Obstfeld, J.C. Shambaugh, A.M. Taylor, *Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008*, „NBER Working Paper” 2009, no. 14826.

47 W.A. Allen, R. Moessner, *Central bank co-operation...*

- Europejskiego Banku Centralnego dostarczającą płynność w euro;
- Narodowego Banku Szwajcarii dostarczającą płynność we frankach szwajcarskich;
- azjatycką i Ameryki Łacińskiej, dostarczające płynność w walutach regionalnych<sup>48</sup>.



**Rysunek 9.** Siatka porozumień swapowych

**Źródło:** W.A. Allen, R. Moessler, *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008–2009*, „BIS Working Papers” 2010, no. 310.

48 *Ibidem*.

System Rezerwy Federalnej jako pierwszy ustanowił siatkę porozumień swapowych w grudniu 2007 r., ich rozmiar i liczba beneficjentów wzrastała w kolejnych etapach rozbudowywania siatki (marzec 2008, maj 2008 oraz wrzesień/październik 2008). Wśród beneficjentów znalazły się cztery banki centralne krajów *emerging markets*. Spośród piętnastu krajów doświadczających największych problemów z płynnością dolarową wszystkie, oprócz Rosji, Turcji, Indii, Chile, Węgier i Islandii, były beneficjentami linii swapowych SRF<sup>49</sup>. Wśród beneficjentów linii swapowych uruchomionych przez FED znalazły się też kraje wykazujące nadpłynność dolarową (Szwajcaria, Japonia, Singapur, Meksyk i Dania). Należy podkreślić, że również SRF stał się w 2009 r. beneficjentem linii swapowej, traktując ją jako bufor bezpieczeństwa i de facto nigdy nie wykorzystując dostępu do podstawionej do dyspozycji płynności walutowej (były to linie z EBC, bankiem centralnym Szwajcarii, Wielkiej Brytanii oraz Japonii). Opisane powyżej linie swapowe wygasły 1 lutego 2010 r.<sup>50</sup>, z wyjątkiem porozumień z pięcioma bankami centralnymi krajów rozwiniętych (Kanady, ECB, Japonii, Wielkiej Brytanii i Szwajcarii), którym w 2013 r. nadano charakter trwałej współpracy.

Europejski Bank Centralny ustanowił linie swapowe z bankami centralnymi Danii, Węgier, Polski i Szwecji w celu uzyskania przez banki komercyjne tych krajów dostępu do płynności w euro. Na Węgrzech i w Polsce banki komercyjne udzielały masowo kredytów hipotecznych w euro, finansując się na rynkach hurtowych, które, wraz z intensyfikacją kryzysu kredytowego, stawały się coraz mniej płynne. Oprócz Norwegii (posiadającej wysoki poziom rezerw walutowych) oraz Rumunii (która otrzymała wsparcie kredytowe od MFW w ramach *stand-by arrangement*), wszystkie kraje odczuwające w największym stopniu niewystarczającą płynność w euro otrzymały od EBC wsparcie płynnościowe (do krajów o mniejszym niedostatku płynności, które go nie otrzymały, należą Czechy, Litwa, Bułgaria i Turcja).

Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) uruchomił linie swapowe dla trzech banków centralnych (Polska, Węgry oraz EBC) spośród czterech krajów odczuwających największy brak płynności we frankach szwajcarskich (wsparcia płynnościowego nie uzyskała jedynie Wielka Brytania). Zabezpieczeniem w przypadku Polski i Węgier było euro, a nie waluty krajowe. Głównym celem uruchamiania linii swapowych przez SNB było zaspokojenie popytu na franki w bankach komercyjnych krajów beneficjentów. Porozumienia swapowe miały także:

- pomóc w osiągnięciu celu polityki pieniężnej SNB (poprzez złagodzenie nacisku na brak płynności we frankach, który rodził presję na wzrost stopy

49 W przypadku tych krajów Rosja miała dostęp do płynności dzięki rezerwom walutowym, Indie otrzymały dolarową linię swapową od Banku Japonii, zaś Węgry i Islandia wykorzystywały linię kredytową MFW w postaci *stand-by arrangements*.

50 Komunikat prasowy FOMC z 27 stycznia 2010 r., [www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100127a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100127a.htm) (dostęp: 30.08.2020).

LIBOR, miały pomóc w sprowadzeniu stopy LIBOR do ustanawianego przez SNB zakresu, tzw. *target range*),

- przeciwdziałać aprecjacji franka szwajcarskiego wobec euro.

W krajach azjatyckich siatka wzajemnych porozumień swapowych istniała już w ramach Chiang Mai Initiative. Inną cechą wyróżniającą funkcjonowanie porozumień swapowych w Azji jest ich konserwatywny charakter (tylko 20% kwoty może być alokowane bez uruchamiania polityki *conditionality* w ramach MFW). W okresie kryzysu finansowego 2007–2010 nie wykorzystywano tego mechanizmu. Jednak porozumienia swapowe w ramach CMI nie wygasły wraz z wychodzeniem gospodarki globalnej z kryzysu, ich długookresowa natura jest czymś, co wyróżnia siatkę azjatycką od pozostałych porozumień swapowych.

W trakcie kryzysu kredytowego Bank Japonii ustanowił porozumienia swapowe z USA i Koreą (które były w grupie sześciu krajów odczuwających największy brak płynności w jenach), a także, działając jako agent ministra finansów, dolarową linię swapową z Indiami.

Innym bankiem centralnym aktywnie uruchamiającym linie swapowe był bank centralny Chin (People's Bank of China – PBC). Wydaje się, że przyświecały temu dwa niezależne cele:

- pomoc w rozładowaniu napięć na rynkach finansowych,
- promowanie bilateralnego handlu i inwestycji z beneficjentami wsparcia.

W opinii United Nations zasadnicza rola siatki linii swapowych Chin nie sprowadzała się do rozwiązywania problemu niedoborów płynności, ale była instrumentem przyspieszania internacjonalizacji RMB<sup>51</sup>. Opinię tę potwierdza fakt, że linie swapowe były intensywnie rozbudowywane po zakończeniu kryzysu, na koniec 2017 r. bank centralny Chin miał 37 podpisanych porozumień z różnymi krajami<sup>52</sup>.

W szczytowym okresie swojego funkcjonowania w dobie kryzysu w latach 2007–2010 w porozumienia swapowe zaangażowane były 24 kraje. Waga ekonomiczna dostawcy płynności (*swap provider*) i odbiorcy (*swap receiver*) wynosiła 85% światowego PKB. Łącznie największymi dostawcami płynności w ramach tego mechanizmu były:

- SRF (zawarł czternaście linii na łączną wartość 755 mld USD),
- PBC (sześć linii na wartość 650 mld yuan),
- EBC (cztery linie na wartość 31 mld euro).

W październiku 2008 r. porozumienia swapowe między FED oraz bankami centralnymi Wielkiej Brytanii, Szwajcarii i EBC stały się nielimitowane, co oznaczało możliwość zaspokojenia każdego popytu na płynność dolarową. Należy podkreślić fakt, że nielimitowany zakres wsparcia płynnościowego obejmował tylko kraje rozwinięte, żaden z krajów *emerging markets* nie otrzymał tak atrakcyjnej oferty zasilania dolarowego.

51 United Nations, *Trade and Development Report...*

52 European Central Bank, *The international role of the euro*, Frankfurt am Main, June 2019.

Analizując rolę porozumień swapowych od strony dostawcy tej formy płynności, należy zwrócić uwagę, że w szczytowym okresie ich funkcjonowania (grudzień 2008) stanowiły one 25% całkowitych aktywów SRF<sup>53</sup>. Udział linii swapowych w bilansie SRF ukazuje, dlaczego uważa się, że SRF zadziałał w czasie kryzysu finansowego jako międzynarodowy pożyczkodawca ostatniej instancji, wypełniając tę funkcję znacznie sprawniej i na większą skalę niż MFW. EBC nie odegrał tak istotnej roli jako dostawca płynności międzynarodowej, szczególnie w pierwszej fazie kryzysu.

#### 4.2.3. Ograniczenia porozumień swapowych w alokacji płynności dewizowej

Analiza zawartych w trakcie kryzysu finansowego porozumień swapowych wskazuje na swobodę wyboru przez bank centralny uruchamiający linię (*swap provider*) beneficjenta mechanizmu.

Należy podkreślić, że mimo iż bank centralny dostarczający płynność nie ponosi ryzyka kredytowego (*credit risk*) związanego z pożyczaniem środków systemowi bankowemu (ryzyko to zostaje przeniesione na zagraniczny bank centralny), pozostaje ryzyko kredytowe kraju (*sovereign credit risk*) związane z pożyczaniem środków zagranicznemu bankowi centralnemu. Ryzyko obniżenia wartości zabezpieczenia wynika z faktu, że zabezpieczeniem kredytu dewizowego jest depozyt, złożony (najczęściej) w walucie krajowej banku centralnego beneficjenta. Ryzyko deprecjacji waluty banku centralnego beneficjenta powoduje, że nawet jeśli kwota zabezpieczenia była na tyle wysoka, że uwzględniała deprecjację kursu waluty, bank centralny *swap provider* może mieć trudność ze sprzedaniem dużej kwoty waluty w krótkim czasie, na niepłynnym rynku. Tłumaczy to, dlaczego niektóre banki centralne udzielając linii swapowych krajom *emerging markets*, stosowały zabezpieczenie w innej walucie aniżeli waluta odbiorcy płynności. Inną metodą zabezpieczania się przed *sovereign credit risk* jest przyjmowanie w depozyt nie waluty, lecz wysokiej jakości aktywów zabezpieczających. W tym przypadku jednak nie jest to już porozumienie swapowe w swojej klasycznej postaci, działanie takie przyjmuje bardziej charakter operacji repo.

Należy także zauważyć, że w niektórych przypadkach niemożność pozyskania płynności dewizowej nie ograniczała się do problemów sektora bankowego, lecz kraju jako całości, włączając sektor rządowy. Sytuacja taka, odzwierciedlająca wątpliwości co do stabilności krajowej polityki makroekonomicznej, utrudniała krajowi pozyskanie płynności walutowej na rynkach finansowych. Uruchomienie (lub rozszerzenie) linii swapowej dla takiego kraju często było uzależnione od uzyskania przez kraj porozumienia finansowego z MFW, dotyczącego realizacji programu dostosowawczego. (Przykład Islandii – rozszerzanie linii swapowych nastąpiło po uzyskaniu przez kraj awaryjnego wsparcia finansowego ze strony MFW)<sup>54</sup>.

53 M.J. Fleming, N.J. Klagge, *The Federal Reserve's...*

54 W.A. Allen, R. Moessner, *Central bank co-operation...*

Czynnikiem, który ogranicza zastosowanie linii swapowych jako mechanizmu alokacji płynności dewizowej, jest pokusa nadużycia. Sposobem na jego ograniczenie w przypadku linii swapowych ma być limitowanie dostarczanych środków, ściśle określanie z góry czasu trwania mechanizmu oraz selekcja przy wyborze banków centralnych będących beneficjentami wsparcia.

Nie ulega wątpliwości, że w dobie kryzysu finansowego dobór odbiorców wsparcia płynnościowego w ramach porozumień swapowych był selektywny. Podstawowymi kryteriami uruchomienia linii swapowych były:

- istotny udział krajowych banków w systemie bankowym kraju będącego odbiorcą płynności (co tłumaczy np. uruchomienie linii FED z bankami centralnymi Brazylii, Korei, Meksyku i Singapuru),
- silne związki handlowe i finansowe z krajem-odbiorcą płynności (co tłumaczy np. zaangażowanie Chin w porozumienia swapowe z Argentyną czy Białorusią),
- stabilna gospodarka, o wysokim poziomie rezerw walutowych (czynnik odgrywający istotną rolę w przypadku krajów *emerging markets*).

Dodatkowo gospodarki, które są istotnymi międzynarodowymi centrami finansowymi, miały statystycznie większe prawdopodobieństwo otrzymania dolarowej linii swapowej, zarówno z SRF, jak i innych banków centralnych<sup>55</sup>.

Taka forma współpracy banków centralnych, jaką są porozumienia swapowe, wykracza poza ramy ściśle ekonomiczne i jest silnie upolityczniona (kontrowersyjny wybór beneficjentów wsparcia płynnościowego, ale także krytyka ze strony polityki i społeczeństwa w kraju udzielającym porozumienia swapowego).

Analiza krajów, którym udostępniono linie swapowe, prowadzi do ciekawych konkluzji:

1. Udostępnienie tego mechanizmu zasilania walutowego nie przełożyło się na zakres jego wykorzystywania, przy czym widoczna jest różnica między krajami *emerging markets* a rozwiniętymi (znacznie większy zakres wykorzystania środków odnotowano w przypadku krajów rozwiniętych). Paradoksalnie zatem kraje, które chcą gwarantować sobie dostęp do porozumień swapowych, w czasie kryzysu mogą powstrzymywać się od ich wykorzystywania. Wynika to poniekąd z dostępności alternatywnych źródeł płynności, głównie rezerw walutowych. Kraje *emerging markets*, w przypadku których widoczny był wysoki poziom zakumulowanych rezerw walutowych, często zrezygnowały z wykorzystania płynności pochodzącej z porozumienia swapowego, traktując ją jako instrument drugoplanowego wsparcia (*secondary resort*)<sup>56</sup>. Wartość porozumień swapowych dotyczących krajów *emerging markets* nie przekraczała 50% posiadanych rezerw, co obrazuje skalę ich przezornościowego akumulowania. Dla większości krajów należących do

<sup>55</sup> *Ibidem*.

<sup>56</sup> J. Aizenman, Y. Jinjarak, D. Park, *International reserves...*

tej grupy znaczenie linii swapowych było więc symboliczne, zarówno pod względem ich wartości w odniesieniu do zakumulowanych rezerw walutowych, jak i pod względem ich wykorzystania<sup>57</sup>. Ponadto w przypadku tych państw (np. Meksyku) istotne znaczenie miał efekt sygnalizacyjny dla rynków płynący z samego faktu zawarcia porozumienia swapowego. Wykazano, że najbardziej pozytywne tendencje rynkowe kształtowały się, kiedy ogłaszano zawarcie porozumienia, a nie kiedy je wykorzystywano<sup>58</sup>.

W przypadku krajów rozwiniętych porozumienia swapowe stanowiły istotne źródło płynności dewizowej. Rozmiary linii swapowych przekraczały 50% posiadanych rezerw (wyjątek stanowiła Japonia), zaś w przypadku Wielkiej Brytanii, Australii czy EBC przekraczały wartość zakumulowanych rezerw<sup>59</sup>. Także wykorzystanie płynności walutowej przez kraje rozwinięte było zdecydowanie bardziej odczuwalne. Większość międzynarodowej płynności dolarowej w Europie w latach 2008–2009 była dystrybuowana przez europejskie banki centralne w drodze aukcji, co odzwierciedla fakt, że problemy płynnościowe w czasie kryzysu finansowego były szczególnie odczuwalne wśród europejskich banków.

2. W przypadku kraju *emerging markets* o bardzo wysokim poziomie rezerw zapewnienie sobie dodatkowego źródła płynności walutowej poprzez porozumienie swapowe może być niezbędnym warunkiem przywrócenia zaufania rynków i uniknięcia skutków gwałtownego odpływu kapitału. Znamienne są tu doświadczenia Korei Płd., która mimo wysokiego poziomu rezerw walutowych (stanowiących 30% PKB kraju), silnych fundamentów makroekonomicznych (wzrost PKB, równowaga płatnicza i fiskalna) oraz mikroekonomicznych (stabilne bilanse instytucji finansowych i korporacji) doświadczyła masowego odpływu kapitału z krajowych rynków finansowych, prowadzącego do deprecjacji wona koreańskiego. Bank centralny Korei bezskutecznie próbował obronić kurs walutowy, wykorzystując rezerwy walutowe, stabilność na rynkach finansowych została jednak przywrócona dopiero po uruchomieniu linii swapowej przez SRF (dodatkowe porozumienia zawarto z Chinami i Japonią). Porozumienia te odegrały rolę uwiarygodniającą.

Dlatego też uznaje się, że porozumienia swapowe w przypadku kraju *emerging markets*, silnie włączonego w globalne przepływy kapitałowe, należy postrzegać jako komplementarne – w stosunku do rezerw walutowych – źródło płynności walutowej; okazuje się, że nawet bardzo wysoki poziom rezerw walutowych może nie stanowić wystarczającej ochrony dla zaburzeń w płynności międzynarodowej<sup>60</sup>.

57 M. Obstfeld, J.C. Shambaugh, A.M. Taylor, *Financial instability...*

58 J.-P. Landau, *Global liquidity: public and private*, „Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole” 2013, Federal Reserve Bank of Kansas City.

59 *Ibidem*.

60 Szerzej na temat doświadczeń Korei: J. Aizenman, Y. Jinjarak, D. Park, *International reserves...*

3. Stopień wykorzystania uruchomionych linii swapowych jest silnie skorelowany ze stopniem odgrywania przez dany kraj roli międzynarodowego centrum finansowego. Spośród krajów będących dużymi centrami finansowymi tylko USA i Japonia miały wystarczający poziom rezerw walutowych, żeby zapewnić systemowi bankowemu płynność bez uciekania się do linii swapowej. Spośród mniejszych centrów finansowych jedynie Norwegia miała wystarczający poziom rezerw, zaś kraje niebędące centrami finansowymi, jak Węgry i Polska, wykorzystwały tylko niewielkie kwoty płynności podstawowej do dyspozycji. W ich przypadku znaczenie porozumień polegało przede wszystkim na zasygnalizowaniu zdolności banku centralnego do przywrócenia stabilności rynkom finansowym.

Zróżnicowany zakres wykorzystywania linii swapowych podkreśla tezę o ich komplementarności, a nie substytucyjności względem innych mechanizmów alokowania płynności. Jak wykazały doświadczenia Korei, ostateczny sukces w przywróceniu stabilności finansowej przyniosło zawarte porozumienie swapowe. Oczywiście, porozumienia swapowe byłyby mniej efektywne w sytuacji braku silnych fundamentów gospodarczych, w tym odpowiednio wysokiego poziomu rezerw<sup>61</sup>.

Problematyczność oceny wpływu porozumień swapowych na dekulację rezerw wynika z ich niecałkowitej substytucyjności. Teoretycznie – ponieważ porozumienia swapowe dostarczają płynność międzynarodową w czasie kryzysu, a więc służą temu samemu celowi co rezerwy walutowe – banki centralne mogą dążyć do obniżania poziomu rezerw akumulowanych z motywu przezornościowego. W tym wyraża się ich potencjalna substytucyjność. Z drugiej strony, tylko kraje o odpowiednio wysokim poziomie rezerw mogą zagwarantować sobie dostęp do porozumień swapowych, a to może być z kolei bodźcem do realizowania polityki akumulowania rezerw i stanowić o „jedynie komplementarnej” naturze porozumień swapowych. Porozumienia swapowe są zobowiązaniem do dostarczenia płynności w razie potrzeby, zobowiązanie takie nie będzie wiarygodne w sytuacji braku rezerw walutowych. Tak więc wysoki poziom rezerw i linii swapowych może wspólnie przyczynić się do przywrócenia zaufania rynków finansowych do płynności i wypłacalności kraju<sup>62</sup>. Ograniczona substytucyjność obu instrumentów dostarczania płynności wynika z faktu, że w percepcji rynków finansowych wiarygodność rezerw jest determinowana wiarygodnością banku centralnego utrzymującego rezerwy, podczas gdy wiarygodność porozumień swapowych jest determinowana wiarygodnością banku centralnego – dostawcy płynności (*swap provider*). Dodatkowo selektywność porozumień swapowych

61 *Ibidem*.

62 *Ibidem*.



- bank centralny dostarczający płynność uruchamia linie swapowe z wybranymi krajami, według własnych kryteriów – już na wstępie ogranicza ich realną substytucyjność.

Porozumienia swapowe w okresie kryzysu działały sprawnie z uwagi na ich elastyczność, wysoką kwotę alokowanej płynności, zdolność do minimalizowania *moral hazard* (ze względu na fakt, że były zawierane z bankami centralnymi, a nie bezpośrednio z instytucjami finansowymi. Ponadto krajowy bank centralny był odpowiedzialny za dystrybucję płynności do systemu bankowego, więc zagraniczny bank centralny dostarczający płynność miał zminimalizowane ryzyko kredytowe)<sup>63</sup>.

Na podstawie doświadczeń z wykorzystaniem porozumień swapowych w okresie globalnego kryzysu finansowego można sformułować tezę, że do ich głównych słabości należą:

- charakter „ad hoc”,
- niepewność co do ich przedłużania, zasadniczo ograniczony czas trwania,
- selektywność w dostępie, szczególnie odczuwalna przez kraje *emerging markets*,
- ograniczona możliwość oparcia się na tym instrumencie w warunkach kryzysu systemowego, kiedy potencjalna liczba odbiorców płynności może stać się bardzo duża, co powoduje, że zarządzanie w sposób zdecentralizowany może okazać się trudne.

#### 4.2.4. Potencjalne kierunki wzmocnienia roli linii swapowych w alokacji płynności dewizowej

Pozytywne doświadczenia współpracy banków centralnych z wykorzystaniem linii swapowych jako walutowego wsparcia płynnościowego sprawiają, że te ostatnie powinny zostać przekształcone w bardziej trwałe i przewidywalny mechanizm alokacji płynności. Nadanie porozumieniom formy zinstytucjonalizowanej i długotrwałej może przekonać kraje o możliwości korzystania z tej formy wsparcia w czasie napięć na rynkach finansowych i trwale wpłynąć na przyjęcie przez nie strategii deakumulacji. Przewornościowa akumulacja rezerw wynika bowiem z obaw o bycie wykluczonym z dostępu do innych instrumentów wsparcia płynnościowego (*fear of exclusion*)<sup>64</sup>.

Aby zwiększyć substytucyjność linii swapowych w stosunku do akumulowanych rezerw (i tym samym przyczynić się do obniżenia przewornościowego popytu na rezerwy), niezbędne jest sformalizowanie i zinstytucjonalizowanie linii swapowych tak, aby przekształcić je z mechanizmów antykryzysowych o charakterze „ad hoc” w mechanizmy długookresowego, regularnego wsparcia płynnościowego, którego zasady znane byłyby *ex ante*. Z drugiej jednak strony, ze względu na to,

63 S. Cecchetti, *Towards an international lender...*

64 United Nations, *Trade and Development Report...*

że elastyczność oraz dyskrecjonalność pozwalają na szybkie podstawianie płynności dewizowej po relatywnie niskich kosztach transakcyjnych, cecha ta utrudnia szerszą instytucjonalizację instrumentu<sup>65</sup>.

W nawiązaniu do problemu wymienności między limitowaniem a zabezpieczaniem wsparcia płynnościowego J.-P. Landau proponuje, aby limity były szybko dostosowywane do potrzeb, bez ograniczeń wynikających z uwarunkowań politycznych. Jest to wykonalne w przypadku banków centralnych, w przeciwieństwie do MFW<sup>66</sup>.

W celu przewyciężenia problemu związanego z nieubezpieczonym charakterem porozumień swapowych J.-P. Landau wskazuje, aby w ramach współpracy banki centralne zdefiniowały i wypracowały zestaw aktywów stanowiących zabezpieczenie w przestrzeni transgranicznej (tzw. *pool of cross-border collateral*). Mogłyby to przyczynić się do ekspansji multilateralnych porozumień swapowych<sup>67</sup>.

Mając na uwadze asymetrię przypisaną porozumieniom swapowym (wynikającą z asymetrycznej pozycji walut w msw), w procesie budowy stałej sieci E. Farhi i in. proponują uwzględnienie tzw. mechanizmu kompensującego. Bank centralny dostarczający walutę rezerwową powinien *ex ante* uzyskiwać rekompensatę za „usługę płynnościową”. Rekompensata ta, pokrywająca ryzyko związane z podstawieniem płynności, koncepcyjnie zbliżona jest do premii ubezpieczeniowej. W przeciwnym razie podejmowanie *ex ante* zobowiązania do podstawiania płynności *ex post* nie będzie leżało w interesie kraju emitującego walutę rezerwową<sup>68</sup>.

W celu ograniczenia *moral hazard* badacze proponują przyjęcie kryteriów kwalifikujących do dostępu do linii. Określanie kryteriów dostępu, a także monitorowanie i ustanawianie systemu sankcji powinno być zadaniem banków centralnych we współpracy z MFW<sup>69</sup>. Do głównych zalet takiego systemu, prowadzącego do wzrostu podaży płynności w czasach kryzysu, E. Farhi i in. zaliczają poprawę dystrybucji ryzyk w gospodarce globalnej oraz spadek popytu na rezerwy walutowe akumulowane z motywu przezornościowego.

Budowa stałego systemu porozumień swapowych wymagałaby także odpowiedzi na pytanie, czy powinien to być system scentralizowany, czy też zdecentralizowany. E. Farhi i in. dostrzegają wady systemu zdecentralizowanego, opartego na negocjacjach bilateralnych. System zdecentralizowany, nawet przy uwzględnieniu mechanizmu kompensat dla kraju emitenta waluty rezerwowej i kryteriów dostępu, mógłby być trudny do zarządzania ze względu na liczbę krajów zgłaszających popyt na płynność w głównych bankach centralnych. Z czasem system taki prowadziłby do wyłączenia krajów, ograniczając dostęp do krajów/banków centralnych

65 C. Destais, *Central bank currency swaps and the international monetary system*, „Policy Brief CEPII” 2014, no. 2014-05.

66 J.-P. Landau, *International lender...*

67 *Ibidem*.

68 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international...*

69 *Ibidem*.

o najwyższej wiarygodności. Dlatego też E. Farhi i in. proponują przyjęcie systemu scentralizowanego, skupionego wokół MFW. Rozwiązanie takie pozwoliłoby zastąpić system sieci bilateralnych porozumień swapowych strukturą gwiazdową, z MFW stanowiącym centrum systemu. MFW wchodziłby do porozumień swapowych zarówno z bankami centralnymi dostarczającymi płynność, jak i zgłaszającymi popyt na płynność, stanowiąc centrum redystrybucji płynności<sup>70</sup>.

### 4.3. MFW jako dostawca *emergency financing*

Po kryzysie meksykańskim z 1994 r. w MFW zdano sobie sprawę z potrzeby stworzenia nowych linii kredytowych w celu zarządzania kryzysami płatniczymi wywołanymi zjawiskiem *sudden stop* w zewnętrznym finansowaniu. Wynikało to z uświadomienia, że procykliczność przepływów kapitału do krajów rozwijających się redukuje przestrzeń do wdrażania antycyklicznej polityki makroekonomicznej. Dlatego też MFW wprowadził dwie nowe linie kredytowe: Supplemental Reserve Facility (1997) oraz Contingent Credit Line (2003) o zdecydowanie bardziej prewencyjnym charakterze. Instrument CCL miał chronić przed negatywnymi wpływami zewnętrznych kryzysów finansowo-gospodarczych oraz nagłą utratą zaufania rynkowego spowodowanego tzw. efektem zarażenia (*contagion*)<sup>71</sup>. Fakt, że mechanizm CCL nigdy nie został wykorzystany, a następnie zawieszono go w 2003 r., wskazuje na duży problem związany z korzystaniem ze wsparcia MFW, polegający na możliwości odebrania tej pomocy jako oznaki zwiększonej podatności na kryzys w kraju-beneficjencie (*stigma*).

W okresie globalnego kryzysu finansowego, w odpowiedzi na zapotrzebowanie międzynarodowego systemu finansowego na *emergency financing*, w ramach MFW miała miejsce kolejna fala reform linii wsparcia płynnościowego. Widoczne jest przeniesienie punktu ciężkości z programów ukierunkowanych na rozwiązywanie zaistniałych kryzysów płatniczych na potencjalne problemy bilansu płatniczego (*precautionary lending*)<sup>72</sup>. Inaczej mówiąc, zmiana polityki kredytowej MFW polegała na przeniesieniu punktu ciężkości z polityki rozwiązywania kryzysów (*crisis resolution/crisis management*) na zapobieganie kryzysom (*crisis prevention*).

Dla krajów o stabilnej polityce makroekonomicznej wprowadzono w 2008 r. krótkoterminowy mechanizm wsparcia płynnościowego Short-term Liquidity Facility (SLF). Linia ta mogła być przyznana bez tradycyjnej *ex post conditionality*.

<sup>70</sup> *Ibidem*.

<sup>71</sup> P. Gąsiorowski, M. Grotte, D. Frankiewicz, A. Życieńska, A. Walasik, *Dostosowania instrumentarium, zasad działania i zasobów Międzynarodowego Funduszu Walutowego w reakcji na światowy kryzys finansowy i gospodarczy*, „Materiały i Studia NBP” 2013, nr 285.

<sup>72</sup> European Central Bank, *The financial crisis and the strengthening of global policy cooperation*, „ECB Monthly Bulletin” 2011, no. 1.

Żaden kraj nie wykorzystał linii SLF, natomiast potencjalni beneficjenci tej linii (Meksyk i Korea) skorzystali z linii swapowych udostępnionych im przez SRF, co wskazuje, że mechanizm wsparcia płynnościowego MFW był postrzegany gorzej w stosunku do linii swapowych banku centralnego USA, zarówno pod kątem szybkości w dostępie do płynności dolarowej, jak i braku *conditionality*<sup>73</sup>.

W 2009 r. MFW rozpoczął, jak to ujął J. Ocampo, najbardziej ambitną reformę mechanizmów kredytowych<sup>74</sup>. W odpowiedzi na pogłębiający się kryzys finansowy ustanowił nowy prewencyjny mechanizm płynnościowy – Flexible Credit Line (FCL), oparty na *ex ante conditionality* i przeznaczony dla krajów o stabilnych fundamentach gospodarczych i finansowych, lecz narażonych na ryzyka wynikające z rachunku kapitałowego. Mechanizm ten został wykorzystany tylko przez trzy kraje: Kolumbię, Meksyk i Polskę, mimo złagodzonych warunków dostępu, co sugeruje, że w ocenie beneficjentów nie był on wystarczająco atrakcyjny. Może to wynikać z faktu, że mechanizm dokonuje sztucznego podziału krajów na dwie grupy – te o „dobrej” polityce i pozostałe, co zwiększa ryzyko, że rynki będą postrzegać dany kraj jako przynależący do drugiej grupy<sup>75</sup>.

Drugi instrument płynnościowy, tzw. Precautionary Credit Line (PCL), wprowadzono w 2010 r. dla krajów o stabilnej polityce, ale niemogących skorzystać z linii FCL. Dlatego też w dostępie do tej linii sformułowano mniejszą liczbę kryteriów kwalifikacyjnych, ale za to oparto go na *ex post conditionality* w zakresie polityki finansowej i budżetowej. Instrument ten został następnie zastąpiony przez bardziej elastyczny Precautionary and Liquidity Line (PLL). Skorzystały z niego tylko dwa kraje: była republika Jugosławii Macedonia (PCL) oraz Maroko (PLL).

Istotnym kierunkiem reformy było także dwukrotne zwiększenie górnego limitu pożyczkowego, co uzasadniano rosnącą niepewnością na rynkach finansowych w kontekście kryzysu oraz faktem, że wielkość środków dostępnych w ramach wcześniej obowiązujących limitów uległa znacznemu zmniejszeniu w stosunku do wielkości globalnego PKB oraz skali przepływów handlowych i kapitałowych<sup>76</sup>.

Ustanowienie nowych ułatwień pożyczkowych jako instrumentów zarządzania kryzysem płynnościowym należy postrzegać jako tylko częściowy sukces polityki MFW. Bardzo mała skala wykorzystania obu instrumentów odzwierciedla kluczowy problem związany z polityką kredytową MFW, jakim jest *stigma*.

73 J. Ocampo, *Resetting the international...*

74 *Ibidem*. Zaprezentowane tu zostaną tylko mechanizmy tzw. *emergency liquidity assistance*. MFW wprowadził także nowe linie kredytowe dla krajów o najniższym poziomie rozwoju, zwiększył elastyczność podstawowego instrumentu pożyczkowego (Stand-by Arrangement), jednocześnie zlikwidował rzadko wykorzystywane instrumenty pożyczkowe.

75 *Ibidem*.

76 P. Gąsiorowski, M. Grotte, D. Frankiewicz, A. Życieńska, A. Walasik, *Dostosowania instrumentarium...*

W dyskusji na temat wzrostu aktywności MFW w dostarczaniu *emergency financing* podkreśla się właśnie konieczność przełamania stygmatyzacji beneficjentów korzystających ze wsparcia płynnościowego. J. Ocampo zaznacza, że kluczową rolę mogłyby tu odegrać dwa czynniki: projektowanie linii na zasadzie automatycznego dostępu oraz prostsze warunki kwalifikujące do dostępu<sup>77</sup>. Warto podkreślić, że dyskusja dotycząca automatyzmu versus *conditionality* polityki kredytowej MFW toczy się od lat 60., pierwotnie w kontekście źródeł pochodzenia deficytów CA, następnie – od lat 80. – w kontekście przekształceń strukturalnych i polityk makroekonomicznych krajów przechodzących transformację systemową. Także E. Farhi i in. dostrzegają konieczność wzmocnienia i rozszerzenia linii FCL i PCL<sup>78</sup>.

Wśród bardziej dalekosiężnych koncepcji należy wymienić propozycję E. Farhiego i in. dotyczącą utworzenia globalnego mechanizmu stabilizującego GSM (Global Stabilisation Mechanism). W trakcie kryzysu wdrożenie GSM proponował MFW, jednak propozycja upadła ze względu na brak poparcia ze strony krajów członkowskich. Koncepcja funkcjonowania mechanizmu GSM miała się opierać na alokowaniu płynności grupie państw zagrożonych kryzysem systemowym, a nie pojedynczemu państwu. Istotną zaletą takiego mechanizmu globalnego byłoby przełamanie problemu stygmatyzacji beneficjentów.

Ponadto eksperci proponują rozszerzenie mechanizmu New Arrangements to Borrow (NAB), tak aby MFW mógł pożyczać bezpośrednio z rynków oraz miał prawo ciągnięcia z banków centralnych lub emisji papierów skarbowych. Obligacje MFW, gwarantowane przez kraje członkowskie, miałyby największy rating. Umożliwienie MFW zaciągania pożyczek pozwoliłoby gromadzić zasoby w trakcie kryzysu i dystrybuować płynność.

Mechanizm ubezpieczenia na wypadek kryzysu płynnościowego poprzez stosowanie tego typu instrumentów jest bardziej efektywny niż jednostronne ubezpieczanie się, ponadto pozwala na lepsze wykorzystanie aktywów bezpiecznych. Pomaga złagodzić problem niedoboru aktywów bezpiecznych na poziomie globalnym i zapobiec negatywnym skutkom takiego niedoboru. Pozwala na wzrost podaży płynności, może być pewnym rozwiązaniem dylematu Triffina. Wymaga jednak zaufania krajów do MFW, które na skutek kryzysu finansowego w latach 1997–1998 w azjatyckich krajach *emerging markets* osłabło, co zapoczątkowało politykę jednostronnego ubezpieczania się w postaci akumulacji rezerw. Dlatego też, jak podkreślają E. Farhi i in., zredukowanie globalnej niestabilności finansowej wymagałoby od krajów *emerging markets* preferowania buforów płynnościowych MFW. W tym celu rozszerzanie buforów płynnościowych MFW musi iść w parze z reformą *governance* w ramach MFW, zwiększającą wpływy krajów *emerging markets* w tej instytucji<sup>79</sup>.

77 J. Ocampo, *Resetting the international...*

78 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international...*

79 *Ibidem*.

W toku dyskusji dotyczącej sprawnych instrumentów zarządzania płynnościowego w ramach MFW E. Farhi i in. proponują stworzenie poolingu rezerw przy MFW. System ten polegałby na rozwinięciu okienka depozytowego w rezerwach walutowych przy MFW, które pozwoliłoby na redystrybucję rezerw w kierunku produktywnych inwestycji. Rozwiązanie takie pozwoliłoby na zwiększenie zasobów finansowych MFW. MFW, inwestując środki zgromadzone na depozytach w różne klasy aktywów (nie tylko w dług publiczny), oferowałby „usługi transformacji płynności” w skali globalnej. Korzyścią takiego rozwiązania dla krajów uczestniczących w poolingu byłaby wyższa stopa zwrotu z rezerw zdeponowanych w MFW w stosunku do tej utrzymywanej przez jednostronną akumulację oraz szybki dostęp do płynności w czasie kryzysu. Na poziomie systemowym transformacja zapadalności redukuje popyt netto na aktywa bezpieczne i podnosi tym samym stabilność finansową<sup>80</sup>.

Rozważając wzrost możliwości MFW w zakresie mobilizowania zasobów finansowych, autorzy raportu Palais-Royal Initiative postulują takie rozwiązania jak: pożyczanie z rynków, dodatkowe alokacje SDR (tzw. *emergency allocations*), pożyczki z udziałem kapitałów kluczowych banków centralnych i poolingów rezerw<sup>81</sup>.

---

80 *Ibidem*.

81 Palais-Royal Initiative, *Reform of the international monetary system: a cooperative approach for the twenty first-century*, February 2011.



## Rozdział IV

# Działania koordynacyjne i regulacyjne w msw. Instytucjonalne aspekty *governance* i nadzoru nad msw

## 1. Procesy koordynacji w gospodarce globalnej

### 1.1. Multilateralizm i regionalizm jako płaszczyzny stabilizowania msw

Problemy z koordynacją polityk gospodarczych w skali globalnej wynikają z rozbieżnych stanowisk odnośnie do efektywności takich działań, roli płaszczyzny multilateralnej versus regionalnej, roli instytucji, a także podejścia poszczególnych krajów do wagi stabilności msw. Dla przykładu, we Francji, jedynym kraju UE, który jako jeden z priorytetów polityki gospodarczej uznaje utrzymanie stabilnego funkcjonowania msw, w raporcie rządowym dotyczącym Nowej Globalnej Architektury Finansowej zaproponowano „wspólne zarządzanie systemem elastycznych reżimów kursowych”<sup>1</sup>. Z kolei podejście krajów azjatyckich tradycyjnie charakteryzuje silna koncentracja na regionalnym, a nie globalnym rozwiązywaniu potencjalnej niestabilności msw.

Również na gruncie rozważań teoretycznych funkcjonują widoczne rozbieżności. Zgodnie z teorią stabilności opartej na hegemonii C. Kindlebergera (*hegemonic stability theory*) koordynacja polityk międzynarodowych jest możliwa tylko wówczas, gdy jest kierowana przez kraj dysponujący siłą monetarną, a więc będący hegemonem w msw. Przeciwny pogląd opiera się na uznaniu, że koordynacja jest możliwa nawet w sytuacji braku kraju-hegemonu, pod auspicjami międzynarodowych instytucji i w wyniku ich regulacji. W podejściu uznającym multilateralizm za wiodącą siłę stabilizującą msw kluczowa jest dominująca rola MFW oraz wzmocnienie współpracy MFW z Financial Stability Board (FSB) i BIS.

---

<sup>1</sup> F. Saccomanni, *Managing international financial instability. National tamers versus global tigers*, E. Elgar, Cheltenham–Northampton 2008.



Współpraca na poziomie regionalnym może dokonać się poprzez:

- ustanawianie wspólnych systemów płatniczych łagodzących zmienność międzynarodowych przepływów prywatnego kapitału i promujących wewnątrzregionalny handel (poprzez obniżanie kosztów transakcyjnych). Umożliwiają one dostęp do płynności dewizowej w okresach trudności z dostępem do waluty rezerwowej, niekiedy promują płatności w walutach krajowych, bez opierania się na USD;
- stworzenie poolingów rezerw umożliwiających dostęp do krótkoterminowego finansowania ułatwiającego dostosowania zewnętrzne (omówiony w rozdziale III);
- koordynowanie polityki kursowej zapobiegającej akumulacji wewnątrzregionalnych nierównowag i ułatwiającej ich dostosowania.

W odniesieniu do pierwszego elementu należy podkreślić, że motywem tworzenia wspólnych systemów płatniczych było wspieranie procesów regionalnej integracji handlowej. Pionierami tego typu rozwiązań wśród krajów rozwijających się są kraje Ameryki Łacińskiej. W 1965 r. kraje członkowskie ugrupowania integracyjnego LAIA (Latin American Integration Association) ustanowiły system wzajemnych płatności i przepływu kredytu (Agreement for Reciprocal Payments and Credits) pomiędzy bankami centralnymi krajów członkowskich. Największe wykorzystanie instrumentu miało miejsce w trakcie kryzysu zadłużeniowego lat 80., po czym wyraźnie się zmniejszyło.

Po kryzysie finansowym w 2008 r. nasiliły się inicjatywy dotyczące tworzenia takich systemów. Jeden z najprostszych, Local Currency Payment System (SML), został utworzony w 2008 r. pomiędzy Brazylią a Argentyną dla handlu bilateralnego. Umożliwia on zawieranie transakcji między eksporterami i importerami w lokalnych walutach, bez pośrednictwa USD. Jest on szczególnie istotny dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw, w przypadku których ze względu na małe wolumeny transakcji dostęp do rynków walutowych generuje istotne koszty. Podobne bilateralne porozumienia z Argentyną i Brazylią podpisał Urugwaj, co może stanowić podstawę do wyłonienia się systemu multilateralnego w ramach MERCOSUR<sup>2</sup>. Bardziej złożonym mechanizmem jest ustanowiony w 2010 r. Unitary System of Local Payments Compensation (SUCRE). Jest on oparty na „wirtualnej” walucie regionalnej, należą do niego Kuba, Ekwador, Nikaragua, Urugwaj, Wenezuela. Podobnie jak SML, ukierunkowany jest on na uniknięcie wykorzystania trzeciej waluty (USD) we wzajemnych transakcjach handlowych w regionie<sup>3</sup>. Dodatkowo SUCRE dopuszcza opóźnienia w realizacji płatności.

W odniesieniu do drugiego elementu należy podkreślić, że wykorzystywane tu instrumenty (poolingi rezerw, linie swapowe) mają pomóc (szczególnie kra-

2 United Nations, *Trade and Development Report...*

3 *Ibidem*.

jom *emerging markets*) zaspokoić krótkoterminowy popyt na płynność, przyczyniając się do wzmocnienia odporności beneficjentów na szoki zewnętrzne. Jak podkreśla United Nations, dostarczanie antycyklicznego finansowania było tradycyjnie uznawane za najważniejszy filar regionalnej współpracy finansowej i integracji<sup>4</sup>.

Trzeci mechanizm był praktycznie nieobecny w porozumieniach monetarnych między krajami rozwijającymi się i *emerging markets*. Z kolei w przypadku procesów integracyjnych w ramach UE stanowił centralny punkt współpracy w dziedzinie monetarnej na długo przed utworzeniem EBC<sup>5</sup>.

Oprócz wymienionych instrumentów regionalnej współpracy finansowej (w postaci wspólnych systemów płatności, poolingów rezerw, linii swapowych, koordynacji polityki kursowej) najbardziej zaawansowaną formą regionalnej integracji walutowej jest ustanowienie wspólnego banku centralnego. Wśród ugrupowań integracyjnych wspólny bank centralny funkcjonuje w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej w Europie, w dwóch ugrupowaniach integracyjnych Afryki Zachodniej i Środkowej oraz w ramach Wschodniokaraibskiej Unii Walutowej.

## 1.2. Rola instytucji w procesach koordynacji polityk makroekonomicznych

Główną instytucją multilateralną włączoną w procesy koordynacji międzynarodowej z założenia powinien być MFW. Zgodnie z art. 1 statutu (Articles of Agreement) celem MFW jest „promowanie międzynarodowej współpracy monetarnej poprzez stałą instytucję udostępniającą instrumenty dla konsultacji i współpracy w tym obszarze”.

W rzeczywistości jednak większość mechanizmów współpracy makroekonomicznej funkcjonuje poza formalnymi strukturami MFW, w ramach różnych grup krajów (do globalnego kryzysu finansowego w ramach G7, po kryzysie głównie w ramach G20). J. Ocampo nazywa to zjawisko „multilateralizmem elit”, dla podkreślenia skupienia działań koordynacyjnych poza formalną organizacją multilateralną<sup>6</sup>. Ekspansję znaczenia tych grup należy wiązać z narastającą w ostatnich dekadach krytyką MFW i malejącą efektywnością jego działań.

Intensyfikacja zaangażowania MFW w stabilizowanie msw i msf nastąpiła w 2006 r., w odpowiedzi na narastające nierównowagi globalne. Wówczas MFW rozpoczął wielostronne konsultacje dotyczące nierównowag, obejmujące pięć

4 *Ibidem*.

5 J. Ocampo, *Resetting the international monetary (non)system*, Oxford University Press, New York 2017.

6 *Ibidem*.

głównych obszarów włączonych w ten problem (Chiny, strefa euro, Japonia, Arabia Saudyjska, USA). Zobowiązania stron dotyczące konieczności podjęcia środków korekcyjnych nierównowag zostały przedstawione Międzynarodowemu Komitetowi Monetarnemu i Finansowemu (IMFC) oraz Zarządowi MFW, jednakże inicjatywa ta nie przyniosła istotnych rezultatów.

Dodatkowo wzrost aktywności MFW nastąpił w trakcie kryzysu, kiedy to wzmocniony został nadzór makroekonomiczny, zarówno dwustronny (*bilateral surveillance*), jak i wielostronny (*multilateral surveillance*).

Głównym instrumentem nadzoru bilateralnego pozostają konsultacje w ramach Artykułu IV (Article IV Consultations). W ich wyniku nie formułuje się wiążących decyzji dla kraju członkowskiego, zatem zdolność MFW do wpływania na polityki makroekonomiczne krajów członkowskich zależy głównie od „dialogu i siły perswazji”. Podkreśla się, że nadzór bilateralny traci na znaczeniu wobec coraz większej liczby krajów emancypujących się od finansowej pomocy MFW.

Jednocześnie w 2009 r. na szczycie G20 w Pittsburgu podjęto decyzję o uczynieniu z G20 „głównego forum międzynarodowej współpracy gospodarczej”. W trakcie kryzysu (zwłaszcza w jego pierwszej fazie) współpraca w ramach G20 była owocna, zwłaszcza kiedy przyjęto „keynesowski consensus”, prowadzący do skoordynowanej ekspansji pieniężnej oraz, w mniejszym stopniu, fiskalnej<sup>7</sup>.

W 2009 r. G20 zapoczątkował stosowanie nowego instrumentu koordynacji polityk makroekonomicznych w krajach członkowskich grupy, w celu „osiągnięcia silnego, trwałego i zrównoważonego wzrostu”, w postaci tzw. MAP (Mutual Assessment Process). Uzgodniono, że „uporczywe nierównowagi”, które wymagają działań koordynacyjnych, to: 1) dług publiczny i deficyt fiskalny, oszczędności i dług sektora prywatnego; 2) nierównowagi zewnętrzne, na które składają się bilans handlowy, dochód z inwestycji netto i transfery. MAP opiera się na formułowaniu wspólnego celu i angażowaniu się krajów członkowskich w dynamiczny proces analizy wskaźników makroekonomicznych i dostosowań z zakresu polityki gospodarczej, pozwalających na osiągnięcie tego celu. Celem MAP nie jest wprowadzanie reform systemowych, tylko zapewnienie nadzoru i koordynacji polityk. Należy podkreślić, że MAP jest procesem międzyrządowym i nie jest wiążący dla krajów w nim uczestniczących. Jest procesem odrębnym instytucjonalnie od nadzoru wielostronnego sprawowanego przez MFW, ale ten ostatni został zaangażowany w proces realizacji MAP i dostarcza wsparcia technicznego.

Jak zauważa J. Ocampo, układ taki może generować napięcia, zważywszy na multilateralny charakter MFW i specyfikę grupy G20. Ryzyko takie może wzmacniać fakt, że decyzje G20 są raczej propozycjami z zakresu stosowania polityk niż gotowymi do wdrożenia strategiami, muszą zatem zostać przyjęte przez instytu-

<sup>7</sup> *Ibidem*.

cję traktatową, jak MFW, aby mogły zostać implementowane przez gospodarki. W trakcie takiego procesu kraje nienależące do G20 znajdują się w niejasnym położeniu<sup>8</sup>.

Krytyka systemu instytucji włączonych w procesy globalnej koordynacji polityk makroekonomicznych dotyczy także jego złożonej natury oraz braku właściwego połączenia ryzyk wynikających z realnej gospodarki (które są przedmiotem MAP) z tymi generowanymi przez globalizację finansową (które są monitorowane przez MFW)<sup>9</sup>.

Słabością MFW jest brak systemu bodźców wpływających na wdrażanie instrumentów korygujących politykę makroekonomiczną. W Raporcie Palais-Royal autorzy postulują wzmocnienie nadzoru ze strony MFW nad politykami gospodarczymi krajów członkowskich poprzez ustanowienie „norm” (dotyczących kształtowania się np. deficytu lub nadwyżki na rachunku CA, realnego kursu walutowego, deficytów fiskalnych, stóp inflacji). Określenie progów dla kształtowania się wskaźników ekonomicznych i finansowych decydowałoby o podjęciu działań ze strony MFW (procedura konsultacji lub konieczność wdrożenia działań zaradczych), ponadto uczyniłoby politykę *surveillance* bardziej transparentną. Autorzy proponują, żeby wszystkie kraje miały takie same obowiązki, a ocena wypełniania wskaźników została poddana nadzorowi bilateralnemu. Jednakże, ze względu na szczególną pozycję gospodarek systemowo ważnych, proces nadzoru powinien być wobec nich szczególnie dogłębny<sup>10</sup>. Inne propozycje zawarte w Inicjatywie Palais-Royal to:

- rozwinięcie pozytywnych bodźców dla krajów wypełniających „normy” (np. w postaci automatycznej kwalifikacji do ułatwień pożyczkowych),
- rozwinięcie systemu sankcji za nieprzestrzeganie norm (np. w postaci kar finansowych, zamrożenia prawa głosu, ewentualnie wprowadzenia sankcji handlowych przez WTO)<sup>11</sup>.

Wydaje się, że właściwym kierunkiem działań byłoby wzmocnienie nadzoru wielostronnego w ramach MFW. W przeciwieństwie do bilateralnego, nadzór wielostronny nie jest obecnie czytelnie sformułowany w statucie MFW. Powinien jednak być ukierunkowany na globalne efekty *spillover* i interakcje między krajowymi politykami makroekonomicznymi. MFW powinien mieć instrumenty, aby wymóc

8 *Ibidem*. Podkreśla to także Y. Akyüz w raporcie *Why the IMF and the international monetary system need more than cosmetic reform?*, „South Centre Research Papers” 2010, no. 32, wyrażając obawy, że kraje rozwijające się pozostaną na uboczu reform msw i polityk koordynacyjnych wdrażanych pod auspicjami G20.

9 C. Bradford, W. Lim, *Global rebalancing and systemic risk assessment: the G-20 and the International Monetary Fund*, [w:] *The G-20 summit at five: time for strategic leadership*, eds. K. Derviş, P. Drysdale, Washington DC 2014.

10 Palais-Royal Initiative, *Reform of the international monetary system: a cooperative approach for the twenty first-century*, February 2011.

11 *Ibidem*.

na krajach podjęcie polityk dostosowawczych, jeśli obecne prowadzą do nierównowag globalnych lub tworzą destabilizujące efekty *spillover* transmitowane przez bilans płatniczy lub inne kanały. Obecnie kraje członkowskie niebędące beneficjentami pożyczek z MFW nie mają obowiązku podejmowania działań korygujących polityki, o ile nie są one niezbędne dla wewnętrznej stabilności kraju. MFW nie może wpływać na kraje nadwyżkowe, aby te podjęły działania dostosowawcze. Podobnie szoki finansowe transmitowane do innych krajów nie mogą być poddane procedurze nadzoru bilateralnego ze strony MFW, jeśli nie zagrażają krajowej i zewnętrznej stabilności kraju. Wskazuje się, że stanowi to wyraźny kontrast do obowiązujących obecnie zasad w międzynarodowym systemie handlu, gdzie funkcjonuje ogólna reguła restrykcyjnego podejścia do wszelkich polityk typu *beggar-my-neighbour*, które mogłyby wyrządzić szkodę innym państwom, niezależnie od krajowych konsekwencji<sup>12</sup>.

Jednakże, jak podkreśla F. Saccomanni, MFW dysponuje wystarczającą siłą prawną do formułowania i wdrażania procedur nadzoru wielostronnego nad politykami makroekonomicznymi krajów członkowskich, także tych systemowo ważnych. Wzmocniona procedura nadzoru powinna umożliwić MFW funkcjonowanie zarówno w charakterze forum współpracy między systemowo ważnymi gospodarkami, jak i kanału komunikacji z uczestnikami rynków finansowych<sup>13</sup>.

Do innych obszarów działań ze strony MFW mogących przyczynić się do wzrostu stabilności msw i msf należą:

- wypracowanie (razem z BIS) lepszej metody pomiaru i nadzoru nad globalną płynnością. Miara taka powinna brać pod uwagę różne wskaźniki, regularnie uaktualniane z uwzględnieniem efektów innowacji finansowych;
- monitorowanie wskaźników globalnej płynności (razem z BIS i FSB) tak, aby formułować na ich podstawie rekomendacje odnośnie do polityki monetarnej i kursowej w gospodarkach systemowo ważnych.

### 1.3. Zasadność, uwarunkowania i obszary koordynacji polityk makroekonomicznych

Trudność w budowie efektywnego systemu koordynacji globalnej wynika z kilku czynników. Międzynarodowa koordynacja polityk makroekonomicznych tylko wówczas ma szansę się udać, kiedy kraje będą przekonane, że z działania w skali globalnej odniosą korzyść na poziomie krajowym<sup>14</sup>. Problemem jest też przekonanie panujące wśród czołowych gospodarek, że międzynarodowe efekty *spillover*

12 Y. Akyüz, *Why the IMF...*

13 F. Saccomanni, *Managing international financial instability...*

14 J. Frieden, M. Pettis, D. Rodrik, E. Zedillo, *After the fall: the future of global cooperation*, „Geneva Reports on the World Economy” 2012, no. 14, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research.

ich polityk są zbyt małe, aby zrównoważyć koszty koordynacji polityk, oraz że zyski z takiej współpracy są w dużej mierze zawłaszczone przez małe kraje o ograniczonym wpływie w strukturach decyzyjnych instytucji globalnych<sup>15</sup>.

Istotnym argumentem za koordynacją międzynarodową jest jej potencjalnie pozytywny wpływ na dekumulację rezerw. Poprzez działania skierowane na kreację i dystrybucję płynności międzynarodowej koordynacja polityk może pomóc uniknąć tworzenia warunków nadmiernego finansowania, skutkujących nierównowagami globalnymi i zmianami cen aktywów, w obszarze poszczególnych krajów lub rynków.

Koordynacja może przeciwdziałać negatywnym skutkom działań jednostronnych (zarówno w formie akumulacji rezerw, jak i ograniczeń w napływie kapitału), prowadzących do konkurencyjnych działań ze strony pozostałych krajów.

Biorąc pod uwagę centralne miejsce, jakie zajmuje polityka kursowa w gwarantowaniu sprawnego funkcjonowania msw, najwięcej uwagi poświęca się jej przy próbach koordynowania polityki makroekonomicznej. Kluczowa rola reżimów kursowych i polityk kursowych wynika z ich: 1) wpływu na handel międzynarodowy, 2) centralnej roli w korygowaniu globalnej nierównowagi płatniczej, 3) potencjalnego wpływu na stabilność makroekonomiczną w poszczególnych krajach. Ponadto wahania kursów walutowych mogą odzwierciedlać rozbieżności w innych politykach makroekonomicznych<sup>16</sup>. W odniesieniu do pierwszej cechy J. Ocampo zwraca uwagę, że poniekąd paradoksalna jest sytuacja, że w systemie międzynarodowym nie ma mechanizmu łączącego światowy handel i zasady polityki kursowej. Zmiany kursu walutowego mają silniejszy i szybszy wpływ na handel niż negocjacje dotyczące jego zasad<sup>17</sup>. Idąc takim tokiem rozumowania, A. Mattoo i A. Subramanian zaproponowali uwzględnienie aspektów kursowych w tworzeniu mechanizmu rozstrzygania sporów przy WTO<sup>18</sup>. W odniesieniu do drugiej cechy należy zauważyć, że współczesny non-system nie zapewnia realizacji celu MFW, jakim jest „łagodzenie stopnia nierównowagi w międzynarodowych płatnościach i promowanie stabilności kursów walutowych”. Cechą współczesnych kursów walutowych jest ich duża zmienność oraz mały wpływ na korygowanie bilansu płatniczego. Należy jednak podkreślić rozbieżne wyniki badań odnośnie do roli kursów i ich zmienności w korygowaniu nierównowag płatniczych. Dla przykładu, z badań MFW wynika, że kursy walutowe odegrały drugoplanową rolę w korygowaniu nierównowag globalnych w trakcie kryzysu finansowego<sup>19</sup>. W odniesieniu do trzeciego aspektu

15 J.D. Ostry, A.R. Ghosh, *Obstacles to international policy coordination, and how to overcome them*, „IMF Staff Discussion Note” 2013, SDN/13/11.

16 J. Ocampo, *Resetting the international...*

17 *Ibidem*.

18 A. Mattoo, A. Subramanian, *Currency undervaluation and Sovereign Wealth Funds: a new role for the World Trade Organization*, „Working Paper” 2008, no. 08-2, Peterson Institute for International Economics.

19 International Monetary Fund, *Legacies, cloud, uncertainties*, „World Economic Outlook”, October 2014.

coraz zgodniej wyrażany jest obecnie pogląd, że niewystarczająco elastyczne reżimy kursowe i reżimy należące do tzw. *soft pegs* generują znaczne niestabilności makroekonomiczne i finansowe – w przypadku pierwszych reżimów ryzyka związane z bilansem płatniczym, w przypadku drugich nadmierną ekspansję kredytu, zadłużanie w walucie zagranicznej, niedopasowania walutowe w bilansach. Tym niemniej dominuje obecnie przekonanie, że tzw. *bipolar view* (inaczej *two-corner solution*), a więc rekomendujący skrajne reżimy kursowe – stałe versus płynne – nie jest dobrym rozwiązaniem. Wynika to poniekąd z utraty przekonania co do zdolności reżimów płynnych do odgrywania roli absorbera szoków czy izolowania krajów od szoków zewnętrznych. Panuje przekonanie, że w niektórych przypadkach (zwłaszcza w odniesieniu do krajów *emerging markets*) reżimy pośrednie (mimo większego ryzyka kryzysów, jakie im się powszechnie przypisuje) są dobrym rozwiązaniem. Powrót (po negatywnych doświadczeniach kryzysowych z lat 90.) do rekomendowania tzw. pośrednich reżimów kursowych dla krajów *emerging markets* wynika z trudności prowadzenia polityki pieniężnej, jakich doświadczają te kraje. Takie reżimy, dopuszczające interwencje walutowe pozwalające na korektę niedopasowań kursowych, aktywne antycykliczne zarządzanie rezerwami walutowymi, a w niektórych przypadkach w połączeniu z regulacjami rachunku kapitałowego, pozwalają na zwiększenie pola manewru w polityce pieniężnej<sup>20</sup>.

W toku debaty na temat możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej w warunkach kursu płynnego H. Rey podała w wątpliwość istnienie słynnego „trylematu polityki makroekonomicznej”. Stwierdziła, że w wyniku masowych przepływów kapitału i występowania globalnych cykli finansowych trylemat uległ transformacji w dylemat, co oznacza, że w warunkach mobilnych przepływów kapitału elastyczny kurs walutowy nie zapewnia autonomii polityki pieniężnej, w szczególności ochrony przed szokami wynikającymi z polityki pieniężnej USA. Co ważne, tezę swoją H. Rey stawia nie tylko w odniesieniu do krajów *emerging markets*, ale także krajów rozwiniętych. Wykazuje empirycznie, że polityka pieniężna USA wpływa na warunki finansowe nawet w krajach o elastycznych reżimach kursowych, takich jak Kanada czy Wielka Brytania<sup>21</sup>. Nowo sformułowany dylemat doprowadził H. Rey do wniosku, że autonomia polityki pieniężnej może być zapewniona jedynie w warunkach regulacji (pośredniej lub bezpośredniej) przepływów kapitału<sup>22</sup>. Łagodniejszy pogląd na temat roli reżimów płynnych w absorbowaniu szoków wyrażają M. Obstfeld i A.M. Taylor. Formułują oni tezę, że elastyczne reżimy kursowe wciąż są absorberami szoków dla krajowych stóp procentowych, PKB i inwestycji, chociaż nie stanowią ochrony przed zewnętrznymi

20 J. Ocampo, *Resetting the international...*

21 H. Rey, *International channel of transmission of monetary policy and the Mundellian Trilemma*, „IMF Economic Review” 2016, vol. 64, no. 1.

22 H. Rey, *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence*, „NBER Working Paper Series” 2015, no. 21162.

mi szokami finansowymi i realnymi<sup>23</sup>. Niezależnie od dyskusyjności tezy H. Rey odnośnie do występowania dylematu, niewątpliwie akcentuje ona niezdolność polityki pieniężnej do zapewniania zarówno stabilizacji makroekonomicznej, jak i finansowej.

## 2. Reżimy kursowe i koordynacja polityk kursowych

W systemie wielodewizowym, na mocy umowy z 1976 r., przyjęto zasadę swobody wyboru reżimu kursowego. Jedynym obostrzeniem (zgodnie z nowym art. IV Articles of Agreement MFW) stał się zakaz „manipulowania kursem walutowym lub msw w celu uniknięcia dostosowań w bilansie płatniczym lub uzyskania nieuczciwej przewagi konkurencyjnej nad innymi członkami”. Sformułowanie „manipulowanie kursem walutowym” nie zostało jednak nigdy precyzyjnie zdefiniowane<sup>24</sup>.

W zakresie polityki kursowej MFW podjął w 2007 r. decyzję o wprowadzeniu bilateralnego nadzoru, zastępującą tę z 1977 r. (podjętą po upadku systemu z Bretton Woods) dotyczącą nadzoru nad politykami kursowymi. Wynikało to ze świadomości, że brak mechanizmów koordynacji kursów walutowych w krajach realizujących strategię proeksportową (azjatyckie kraje *emerging markets*) stworzył bodziec do utrzymywania kursów walutowych na konkurencyjnym poziomie, co skutkowało także przyjmowaniem strategii akumulacji rezerw walutowych<sup>25</sup>.

Uznając kluczową rolę polityki kursowej w procesach koordynacji polityk makroekonomicznych, rekomenduje się wprowadzenie elementów wzmacniających zdolność kursów walutowych do korygowania nierównowag globalnych i zapewniania makroekonomicznej i finansowej stabilności.

Jedną z proponowanych opcji jest wprowadzenie systemu ograniczającego wahania kursowe. Już w latach 70. formułowano propozycje stworzenia referencyjnych wartości kursów (tzw. *target zones*) między kluczowymi walutami msw. Propozycje te były ponawiane w latach 80. i 90.<sup>26</sup> Mimo różnic w zasadach ich funkcjonowania, w tym szerokości pasm, mechanizmów dostosowań i interwencji, zwracano uwagę, aby uzgodnione *target zones* były wystarczająco szerokie, tak

23 M. Obstfeld, A.M. Taylor, *International monetary relations: taking finance seriously*, „Journal of Economic Perspectives” 2017, vol. 31, no. 3.

24 J. Ocampo, *Resetting the international...*

25 E. Sakakibara, *Asian cooperation and the end of Pax Americana*, [w:] *Financial stability and growth in emerging economies*, eds. J.J. Teunissen, M. Teunissen, Fondad, The Hague 2003.

26 Takie rozwiązania proponowali m.in. Ethier i Bloomfield (1975), Williamson (1983), prezes Rezerwy Federalnej Volcker (lata 80., 90.).



aby mogły akomodować rozbieżne polityki i być dostosowywane do zmieniających się warunków fundamentalnych. Komisja Bretton Woods (Bretton Woods Commission) forsująca projekt *target zones* pod przewodnictwem P. Volckera w latach 90. podkreślała, że jeśli banki centralne będą wiarygodne w ich ustanawianiu, międzynarodowe przepływy kapitałowe będą miały stabilizujący efekt. Również w tzw. Raporcie Goldsteina z 1999 r. znajdował się postulat stworzenia *target zones* dla USD, euro, jena<sup>27</sup>. Propozycje utworzenia *target zones* wykazały głębokie rozbieżności w podejściu emitentów tych walut do globalnego zarządzania polityką kursową. Szczególnie głęboką niechęć wyrażał EBC, co wynikało z obaw, że stałoby to w sprzeczności z celem stabilności cenowej<sup>28</sup>.

W raporcie South Centre podkreśla się jednakże, że mimo iż pierwotne koncepcje tworzenia *target zones* dotyczyły tylko krajów G3, podejmowanie obecnie jakiegokolwiek próby multilateralnej dyscypliny dla kształtowania się kursów walutowych nie może pomijać waluty chińskiej ze względu na rolę Chin w gospodarce globalnej i sieci produkcji w Azji<sup>29</sup>.

W raporcie tym wskazano ponadto, że chęć utrzymania autonomii polityki pieniężnej może skłaniać do przyjęcia szerokich pasm, za wąskie pasma zaś mogą nie wytrzymać napięć rynkowych, co wykazały doświadczenia Europejskiego Systemu Walutowego z lat 1992–1993. Zatem jakiegokolwiek wielostronne zobowiązanie kursowe powinno być wsparte możliwością wprowadzenia kontroli przepływu krótkoterminowego kapitału, co pozwoliłoby zredukować fluktuacje stóp procentowych przy utrzymywaniu stabilnych relacji kursowych<sup>30</sup>.

Przyjęcie pewnej koncepcji funkcjonowania *target zones* oznaczałoby stosowanie przez kraje emitujące waluty rezerwowe reżimów *managed floating* wokół wielostronnie ustanowionych parytetów lub pasm wahań. Zaletą takiego systemu byłoby stanowienie punktu odniesienia dla rynków, co pozwoliłoby uniknąć okresów odchylenia kursów od poziomu równowagi.

W nawiązaniu do koncepcji z lat 70. J. Ocampo proponuje, aby ustanowić wartości referencyjne (*reference rates*) wokół głównych walut, uwzględniając szerokie spektrum makroekonomicznych determinant kursów walutowych, lub – co znacznie uprościłoby ich określanie – uwzględnić wyłącznie nierównowagi na rachunku CA, co stanowi ekwiwalent nierównowag między krajowymi oszczędnościami a inwestycjami, określając progi dla rachunku CA (tzw. *current account target zones*)<sup>31</sup>.

W raporcie Palais-Royal Initiative autorzy postulują rozwinięcie przez MFW globalnego systemu „norm” dla kształtowania się kursów walutowych. Kursy wa-

27 Za: W.R. Cline, *The case for a New Plaza Agreement*, „Policy Briefs in International Economics” 2005, no. PB05-4, Institute for International Economics.

28 *The euro area as a stabilizer in the international economic system*, eds. R.A. Mundell, A. Clesse, Kluwer Academic Publishers, New York 2000.

29 Y. Akyüz, *Why the IMF...*

30 *Ibidem*.

31 J. Ocampo, *Resetting the international...*

lutowe powinny kształtować się zgodnie z równowagą wewnętrzną i zewnętrzną każdego kraju. Biorąc pod uwagę dynamikę czynników (takich jak poziom rozwoju kraju, demografia, kształtowanie się produktywności), „normy” te powinny być regularnie uaktualniane, co pozwoliłoby zidentyfikować niestabilność i niedopasowania kursowe. W ramach wprowadzonych „norm” kraje powinny być zobowiązane do powstrzymywania się od realizacji polityki kursowej prowadzącej do odchylenia kursu od przyjętego punktu odniesienia. Nadzorowanie ewentualnego odchylenia kursów od „norm” powinno być prerogatywą MFW<sup>32</sup>.

Zdaniem C. i V. Reinhartów wiarygodne stabilizowanie głównych walut w ramach przyjętych *target zones* byłoby korzystne zwłaszcza dla krajów rozwijających się i *emerging markets*, gdyż szczególnie negatywnie odczuwają one konsekwencje wahań kursowych głównych walut. Jednakże kosztem zwiększonej stabilności głównych walut mógłby być wzrost niestabilności stóp procentowych, co tworzyłoby w przypadku krajów rozwijających się i *emerging markets* trudności w zarządzaniu przepływami kapitału, długiem i kursami ich walut<sup>33</sup>.

Ciekawą koncepcję globalnego zarządzania niedopasowaniami walutowymi przedstawia W.R. Cline<sup>34</sup>. Proponuje on zawarcie porozumień dotyczących skoordynowanych interwencji walutowych na podobieństwo Porozumienia z Plazy. Wychodząc z założenia, że pojedynczy kraj obawia się aprecjacji waluty krajowej wobec USD z powodu ryzyka utraty konkurencyjności gospodarki względem innych krajów („dylemat więźnia”), skoordynowane interwencje mające na celu deprecjację USD stanowiłyby dobry instrument rozwiązania nierównowag. W tym celu W.R. Cline proponuje utworzenie trzech grup krajów, w zależności od stopnia wymaganej aprecjacji:

- kraje grupy pierwszej, których waluty aprecjonowałyby wobec USD do 40%, w tym Chiny i Japonia,
- kraje grupy drugiej, których waluty aprecjonowałyby 15–40% wobec USD, w tym euro,
- kraje grupy trzeciej, gdzie nie byłoby konkretnych progów ani inicjatyw interwencyjnych, chyba że waluty zaczęłyby się osłabiać względem USD.

Skoordynowane interwencje polegałyby na sprzedaży USD przez EBC, Bank Japonii i inne banki centralne oraz zakupie euro, jena i innych walut przez System Rezerwy Federalnej. W.R. Cline podkreśla, że porozumienie takie (które nazywa Plaza II) mogłoby być efektywnym instrumentem zarządzania korektą nierównowag globalnych w ramach grupy G20, wymagałoby jednak:

- sprawowania przez MFW funkcji technicznego wsparcia dla dostosowań kursowych,
- wiarygodnego zobowiązania USA do eliminowania deficytów fiskalnych.

32 Palais-Royal Initiative, *Reform of the international monetary system...*

33 C. Reinhart, V. Reinhart, *Is a G-3 target zone a target for emerging markets?*, „Finance and Development” 2002, no. 39, no. 1.

34 W.R. Cline, *The case...*

### 3. Zarządzanie przepływami kapitałowymi

#### 3.1. Uzasadnienie i problem efektywności zarządzania przepływami kapitału

Otwartość rachunku kapitałowego stała się „nową ortodoksją” w międzynarodowych stosunkach gospodarczych od połowy lat 70. XX w. W konsekwencji liberalizacja rachunku kapitałowego była wprowadzana w krajach rozwiniętych (w USA w 1974 r., w pozostałych krajach rozwiniętych w drugiej połowie lat 70.), zaś dotycząca tych działań presja na kraje rozwijające się i *emerging markets* determinowała kształt polityk gospodarczych i debat akademickich<sup>35</sup>.

Punktem zwrotnym stał się globalny kryzys finansowy, w trakcie którego uznano, że stabilność finansowa wymaga regulacji ostrożnościowych, zaś zarządzanie przepływami kapitałowymi powinno stanowić część regulacji makroostrożnościowych, szczególnie w przypadku krajów rozwijających się i *emerging markets*. Od czasu kryzysu finansowego panuje wzrastające przekonanie odnośnie do zagrożeń wynikających z niedopasowań walutowych i narastających pasywów walutowych w systemach bankowych. Istnieje zgodność, że problemy i źródła ryzyk, wynikające z liberalizacji przepływów kapitałowych, są szczególnie dotkliwe dla krajów *emerging markets* i rozwijających się, poddawanych silnej cykliczności w zewnętrznym finansowaniu oraz ryzykom makroekonomicznym, co stanowi zagrożenie dla realnej makroekonomicznej stabilności i wzrostu gospodarczego w tych grupach krajów. Wynika to ze słabego poziomu rozwoju ich rynków finansowych (z przewagą krótkoterminowych aktywów i pasywów, co generuje niedopasowania terminowe i walutowe w portfelach) oraz z wymienności między autonomią polityki pieniężnej i stabilnością kursu walutowego.

W sytuacji nadmiernej płynności globalnej napływy „gorącego pieniądza” do krajów *emerging markets* mają zdolność generowania niestabilności finansowej i makroekonomicznej. Po pierwsze, mogą powstawać bąble spekulacyjne. Ich potencjalne przebicie destabilizuje bilanse przedsiębiorstw i pośredników finansowych. Po drugie, masowe napływy kapitału prowadzą często do presji na aprecjację walut krajów *emerging markets*. Można oczywiście zarządzać skutkami napływu kapitału, wykorzystując instrumenty polityki makroekonomicznej. Jednym ze sposobów przeciwdziałania presji aprecjacyjnej jest interweniowanie na rynku walutowym, ale konsekwencją tego jest akumulacja rezerw walutowych, a jednym z jej skutków jest pojawienie się nacisków inflacyjnych. Próbuąc przeciwdziałać naciskom inflacyjnym, banki centralne sterylizują interwencyjne zakupy walut, ale sterylizacja wraz z upływem czasu traci efektywność. Wówczas bank centralny staje przed dylematem polityki pieniężnej dotyczącym zastosowania instrumen-

35 J. Ocampo, *Resetting the international...*

tu podnoszenia stóp procentowych w celu przeciwdziałania presji inflacyjnej, co z kolei ponownie zwiększa napływy kapitału. Wobec powstałego impasu w polityce pieniężnej kraje *emerging markets* mogą zastosować restrykcję fiskalną, co jest jednak rozwiązaniem kosztownym, nieefektywnym, trudnym do wprowadzenia w krótkim okresie. Rekomendowana restrykcja fiskalna jako instrument przeciwdziałania napływom kapitału (co zastosowały m.in. Węgry) może być czynnikiem wzmacniającym wiarygodność polityki makroekonomicznej, uruchamiając tym samym kolejne fale napływu kapitału.

W tej sytuacji wprowadzenie czasowych ograniczeń w napływie kapitału, pozwalające uniknąć przegrzania gospodarki lub przeszacowania kursu walutowego, może stanowić najlepsze rozwiązanie.

Jednym z najistotniejszych aspektów budzących obecnie kontrowersje jest efektywność regulacji w gospodarce globalnej opartej na swobodnych przepływach kapitału oraz osiągnięcie konsensusu odnośnie do wypracowania jakiejś formy międzynarodowej koordynacji gwarantującej tę efektywność i/lub pozwalającej uniknąć efektów *spillover* dla krajów niechcących wprowadzać instrumentów kontroli.

Efektywność kontroli przepływów kapitału, która jest trudna do oceny (służą do niej w większości analizy doświadczeń poszczególnych krajów stosujących instrumenty regulacyjne), zależy od administracyjnej zdolności do implementowania odpowiednich regulacji oraz od wyjściowego stopnia otwartości rachunku kapitałowego<sup>36</sup>. Jak podkreślają E. Farhi i in., nie ma wystarczających dowodów potwierdzających efektywność instrumentów kontroli w redukowaniu zagregowanych napływów kapitału<sup>37</sup>. Ciągle nie wypracowano konsensusu odnośnie do wpływu instrumentów polityki zarządzania przepływami kapitałowymi na poziom napływającego kapitału.

Pewne badania wykazują jednak, że kraje, które zastosowały istotne restrykcje w odniesieniu do rachunku finansowego, ograniczyły skalę napływu kapitału<sup>38</sup>. Kontrolowanie przepływów kapitału może zmieniać kompozycję przepływów (wydłużając ich zapadalność, a więc w kierunku mniej odwracalnych przepływów) i umożliwiać większą autonomię polityki pieniężnej. Wzrost niezależności polityki pieniężnej wynika z tego, że regulowanie napływu kapitału pozwala krajom na podniesienie krajowych stóp procentowych w okresie boomu (zastosowanie twardej polityki pieniężnej) bez silnego przełożenia na kurs walutowy. W tym sensie instrument regulacji napływu kapitału pozwala redukować wymiennosc między autonomią polityki pieniężnej a stabilnością kursu walutowego<sup>39</sup>.

36 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international...*

37 *Ibidem*.

38 R. Cardarelli, S. Elekdag, M.A. Kose, *Managing large capital inflows*, „World Economic Outlook”, October 2007.

39 J.D. Ostry, A.R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M.S. Qureshi, D.B.S. Reinhardt, *Capital inflows: the role of controls*, „IMF Staff Position Note” 2010, SPN/10/04.

Dla efektywności polityki kontroli przepływów kapitału istotne znaczenie ma rozróżnienie czynników *pull* od czynników *push* w sterowaniu przepływami kapitałowymi. Podkreśla się, że instrumenty kontroli mogą być skuteczne w stabilizowaniu przepływów kapitału, jeśli w motywach dominują czynniki zewnętrzne/globalne (tzw. *push*, jak np. fluktuacje w globalnej awersji do ryzyka lub stopy procentowe w krajach rozwiniętych), które uruchamiają się właśnie w okresach wzrostu awersji do ryzyka. Czynniki *push* odgrywają większą rolę w okresach globalnej niestabilności, zaś czynniki krajowe, tzw. *pull* (fundamenty makroekonomiczne gospodarek, jakość instytucji), w okresach stabilności finansowej i dobrej koniunktury. W przypadku czynników *pull* dla stabilizowania przepływów kapitału kluczowego znaczenia nabierają instrumenty krajowej polityki makroekonomicznej, prowadzące do stabilnych fundamentów makroekonomicznych kraju, oraz efektywne instytucje (w tym odpowiednio rozwinięte rynki finansowe)<sup>40</sup>.

Głównym czynnikiem o charakterze *push*, kierującym kapitał do krajów *emerging markets*, jest obfitość globalnej płynności, inaczej mówiąc łatwość finansowania na rynkach międzynarodowych. Na przykład redukcje stóp procentowych w krajach rozwiniętych stanowią zachętę dla inwestorów do poszukiwania wyższych stóp zwrotu w krajach *emerging markets*. Podobnie redukcja percepcji ryzyka przez inwestorów może prowadzić do wzrostu podaży kredytu na rynkach międzynarodowych i zachęcać do transgranicznych inwestycji.

M. Obstfeld podkreśla, że kontrolowanie przepływów kapitału może pomóc krajom *emerging markets* w sterowaniu ich nadwyżkami na rachunkach CA. W tym sensie kontrolowanie przepływów kapitału można traktować jako komplementarny instrument w stosunku do przezornościowej akumulacji rezerw<sup>41</sup>. Podejmowanie środków ograniczających zmienność przepływów kapitału może stanowić zatem mechanizm ograniczający przezornościową akumulację rezerw, tym samym przyczyniając się do stabilizowania msw.

W rozważaniach nad wadami instrumentów kontroli przepływów kapitału podkreśla się, że:

- tworzą one negatywne *externalities* – kierują napływ kapitału do krajów o większym zakresie liberalizacji. Powoduje to, że kraje mogą stosować „dumping finansowy”, polegający na wprowadzaniu restrykcji w celu przekierowania napływu kapitału do innych krajów, co sprawia, że inne kraje też zaczynają wprowadzać restrykcje. Zjawisko to pokazuje, jak istotne jest kształtowanie zasad regulacji na poziomie ponadnarodowym;

40 European Central Bank, *Dealing with large and volatile capital flows and the role of the IMF*, „ECB Occasional Paper Series” 2016, no. 180.

41 M. Obstfeld, *Trilemmas and tradeoffs. Living with financial globalization*, presentation at the 17th Annual Conference of the Central Bank of Chile „Global liquidity, spillovers to emerging markets, and policy responses”, November 2013.

- są nieproduktywne, opóźniają zakres niezbędnych dostosowań polityk i spowalniają rozwój lokalnych rynków finansowych;
- zniekształcają alokację kapitału, przez co mogą prowadzić do nierównowag makroekonomicznych.

Należy jednakże dokonać rozróżnienia w terminologii stosowanej odnośnie do regulacji przepływów kapitału. MFW stosuje termin „środki zarządzania przepływami kapitałowymi” (*capital flow management measures* – CFM). J. Ocampo korzysta z terminu „regulacje przepływów w odniesieniu do rachunku kapitałowego” (*capital account regulations* – CAR), zwracając uwagę, że „regulacje” to pojęcie szersze, w ramach którego jedną z form jest kontrola przepływów kapitału<sup>42</sup>. Ekspert podkreśla jednocześnie, że niezależnie od nazwy instrument ten odgrywa dualną rolę – jest zarówno instrumentem polityki makroekonomicznej, jak i stabilizacji finansowej. Zdaniem J. Ocampo należy wyróżnić cztery formy stosowanych (de iure) form CAR:

- restrykcje w napływie kapitału,
- restrykcje w odpływie kapitału,
- regulacje sektora finansowego,
- regulacje krajowego rynku walutowego (regulacje FX).

Pierwsze dwie formy obejmują regulacje dotyczące kategorii poszczególnych aktywów, w tym m.in. instrumentów rynku pieniężnego, obligacji, akcji, kredytów finansowych. Trzeci typ odnosi się do różnych form dyskryminacji rezydentów i nierezydentów (np. możliwości posiadania przez nierezydentów rachunków krajowych). Ostatnia forma odnosi się do możliwości stosowania restrykcji w ramach krajowego wykorzystania waluty zagranicznej (np. pożyczania w walucie zagranicznej, zakupu wyemitowanych papierów denominowanych w walucie zagranicznej).

### 3.2. Polityka zarządzania przepływami kapitałowymi – pokryzysowe doświadczenia i perspektywy

Zmiana podejścia do przepływów kapitałowych (ich liberalizacji i zarządzania), którą MFW rozpoczął w 2012 r. (choć wyściowe propozycje ogłosił już w 2011 r.), oznaczała jednocześnie przyjęcie „nowego poglądu instytucjonalnego” (*new institutional view*)<sup>43</sup>. Tym samym MFW uznał, że nie ma obowiązku wdra-

42 J. Ocampo, *Resetting the international...*

43 International Monetary Fund, *The liberalization and management of capital flows: an institutional view*, [www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf) (dostęp: 30.08.2020). Tym samym MFW stworzył trzecią międzynarodową inicjatywę dotyczącą koordynowania instrumentów polityki makroostrożnościowej i zarządzania przepływami kapitału. Pozostałe dwie inicjatywy to: Kodeks Liberalizacji Przepływów Kapitałowych OECD oraz Coherent Consultations w ramach grupy G20 z 2011 r. Wszystkie trzy inicjatywy różnią się poziomem zobowiązań ze strony krajów uczestniczących.

zania przez kraje pełnej wymiennalności transakcji z tytułu rachunku kapitałowego według Articles of Agreement MFW, co było stosowane od 1997 r. Zdaniem krytyków obecnej formuły polityki CFM właśnie przyznanie krajom swobody w zarządzaniu rachunkiem kapitałowym stanowiło największy sukces Nowego Poglądu Instytucjonalnego MFW. Cechą charakterystyczną Nowego Poglądu Instytucjonalnego MFW jest brak zobowiązań krajów członkowskich oraz brak jurysdykcji organizacji nad rachunkiem finansowym kraju. W ramach przyjętej elastyczności Nowy Pogląd Instytucjonalny forsuje ogólną zasadę transparentności, proporcjonalności i niedyskryminacji przy wykorzystywaniu instrumentów CFM. Proporcjonalność w rozumieniu MFW oznacza konieczność uwzględnienia instrumentów policy mix. Dla przykładu, według MFW doświadczenia Korei pokazują, że jeśli kurs walutowy jest utrzymywany na niedoszacowanym poziomie, instrumenty CFM mogą okazać się niewystarczające, aby nastąpiło dostosowanie zewnętrzne oraz aby istotnie wpłynąć na przepływy kapitałowe<sup>44</sup>.

W ramach Nowego Podejścia MFW uznaje, że przepływy kapitału generują różne ryzyka, zatem w niektórych okolicznościach powinny zostać poddane regulacji. Instrumenty CFM powinny mieć jednak charakter tymczasowy i być stosowane w gospodarkach funkcjonujących blisko swojego potencjału. Całkowita liberalizacja przepływów kapitału – warunkowana poziomem rozwoju finansowego i instytucjonalnego poszczególnych krajów – powinna pozostać celem długookresowym.

W rekomendacji MFW polityka CFM powinna być stosowana równolegle z politykami makroekonomicznymi: antycyklicznymi politykami (fiskalną i pieniężną), zarządzania rezerwami walutowymi, makroostrożnościową. Instrumenty polityki CFM nie są substytutem dobrej polityki makroekonomicznej, powinny być wdrażane po wyczerpaniu możliwości ze strony pozostałych polityk jako instrument „interwencji ostatniej szansy” (*intervention of last resort*). W polityce MFW widoczne jest ponadto preferowanie regulacji napływu kapitału wobec regulacji odpływu kapitału, która powinna być uruchamiana jedynie w warunkach kryzysu. Kolejną cechą polityki CFM według rekomendacji MFW jest zasada dyskryminacji na podstawie waluty, a nie rezydenta.

W trakcie kryzysu finansowego kraje *emerging markets* borykające się z napływami kapitału stosowały liczne instrumenty CAR. Dla przykładu:

- Brazylia wprowadziła podatek od operacji finansowych z tytułu zakupu krajowych akcji lub obligacji przez podmioty zagraniczne;
- Korea Płd. wprowadziła restrykcje dotyczące bankowych transakcji na walutowym rynku instrumentów pochodnych;
- Tajlandia wprowadziła podatek od dochodów kapitałowych z krajowych obligacji dla inwestorów zagranicznych.

44 International Monetary Fund, *Republic of Korea: 2011 Article IV Consultation: staff report and public information notice on the Executive Board Discussion*, „Country Report” 2011, no. 11/246.

Zakres wykorzystania instrumentów CFM nie był jednakowy. Na podstawie badań ponad 50 krajów w okresie 2009–2015 MFW wykazał, że prawie 1/3 państw zastosowała instrument CFM zgodnie z ramami operacyjnymi MFW i specyficznymi uwarunkowaniami krajów. W ramach kontroli napływu kapitału około 1/5 krajów wykorzystywała środki cenowe, takie jak podatki czy wymogi dotyczące rezerw. Tylko w kilku przypadkach kurs walutowy pozostawał niedoszacowany, co sugeruje, że kraje nie stosowały instrumentów CFM do polityki zubożania sąsiada (*beggar-thy-neighbour policy*). Kraje *emerging markets* w coraz większym stopniu uciekały się także do środków opartych na walucie, aby zniechęcić napływy kapitału w ramach sektora bankowego, co odzwierciedla wzrastającą świadomość ryzyk wynikających z niedopasowań walutowych i narastania pasywów w walutach obcych w sektorze bankowym.

Jednakże w większości przypadków środki kontroli napływu kapitału nie były ukierunkowane na zarządzanie ryzykiem związanym ze stabilnością finansową. Z kolei kraje borykające się z napięciami finansowymi wprowadziły instrumenty CFM, aby przeciwdziałać odpływowi kapitału w latach 2013–2015, wykorzystując głównie środki administracyjne, takie jak limity operacji<sup>45</sup>.

Wiele elementów polityki CFM jest poddawanych krytyce, wskazywane są również obszary wymagające modyfikacji. Najobszerniejszą wersję nowych zasad stosowania CAR zaprezentowali G. Gallagher i in.<sup>46</sup> Zwracają oni uwagę, że zasada tymczasowości w stosowaniu instrumentów CFM kłóci się z rekomendacją MFW dotyczącą potrzeby wzmocnienia ram instytucjonalnych, którą lepiej wdrażać, jeśli regulacje są postrzegane jako instrument permanentny. Stosowanie instrumentów CAR na trwalszych zasadach (z uwzględnieniem dynamicznie dokonywanych modyfikacji w odpowiedzi na tendencje na lokalnych i globalnych rynkach finansowych) pomogłoby uczynić z nich integralny komponent szerokiego spektrum antycyklicznych polityk makroekonomicznych. Ponadto stosowanie instrumentów regulacji w czasie kryzysu może czynić je nieefektywnymi. Tym samym instrumenty CAR nie powinny być traktowane jako instrumenty *last resort*, tylko permanentny instrument monitorowania rynków o charakterze *fine-tuning*. Cel niedyskryminacyjnego charakteru regulacji jest trudny do osiągnięcia, gdyż z założenia musi pojawić się pewna dyskryminacja między rezydentami i nierezydentami, odzwierciedlająca segmentację charakteryzującą rynki finansowe w ramach mśf. To samo dotyczy preferowania regulacji w zakresie napływu kapitału w stosunku do odpływu, które to zjawisko nie powinno występować. Ciężar zarządzania przepływami kapitałowymi nie może spoczywać na krajach *emerging*

45 International Monetary Fund, *Recent experiences in managing capital inflows – cross-cutting themes and possible policy framework*, „IMF Policy Papers”, February 2011.

46 K.P. Gallagher, S. Griffith-Jones, J. Ocampo, *Capital account regulations for stability and development: a new approach*, [w:] *Regulating global capital flows for long-run development*, eds. K.P. Gallagher, S. Griffith-Jones, J. Ocampo, Boston University, Pardee Center for the Study of the Longer Range Future, Boston 2012.



*markets* i rozwijających się, w proces zarządzania powinny zostać włączone także kraje generujące przepływy kapitału, co mogłoby się przyczynić do wzrostu efektywności polityki CFM<sup>47</sup>.

Niezależnie od świadomości wad instrumentów regulacji i krytyki pewnych elementów polityki CFM dopuszczanej przez MFW panuje powszechne przekonanie, że regulacje przepływów kapitału powinny być postrzegane jako istotny element globalnego systemu monetarnego.

## 4. Alternatywne propozycje reformy mechanizmu dostosowawczego

Zablokowanie mechanizmów wyrównawczych współczesnego msw przyczynia się do wzrostu jego niestabilności. Na uświadomienie sobie konieczności reformy tego elementu funkcjonowania msw wpływ miała eskalacja zjawiska nierównowag globalnych. E. Farhi i in. argumentują, że mechanizmy dostosowań zewnętrznych nabierają szczególnego znaczenia w sytuacji pułapki płynności gospodarki globalnej<sup>48</sup>. Wobec problemu asymetrii wyrównawczej w msw formułowane są liczne koncepcje włączenia krajów nadwyżkowych w procesy dostosowawcze. Proponuje się dokonywanie tych procesów w sposób automatyczny lub skoordynowany.

Koncepcja finansowego obciążenia kraju blokującego proces dostosowawczy nigdy nie miała praktycznego zastosowania w międzynarodowych stosunkach walutowych. Zdaniem J. Williamsona na obecnym etapie funkcjonowania msw byłoby to uzasadnione przynajmniej z dwóch powodów:

- na poziomie regionalnym próbą wprowadzania sankcji za nieprzestrzeganie reguł w polityce makroekonomicznej był Pakt Stabilności i Wzrostu, istnieje więc świadomość politycznej zastosowalności takiego rozwiązania;
- system sankcji obowiązuje w międzynarodowym systemie handlu, nie ma zatem powodów, aby identyczne rozwiązania nie objęły sfery monetarnej<sup>49</sup>.

Znaczenie poziomu kursu walutowego w procesie dostosowawczym uruchamianym przez kraje nadwyżkowe akcentuje M. Goldstein<sup>50</sup>. Poziom kursu walutowego każdego kraju osiągającego nadwyżkę na rachunku bieżącym, prze-

47 *Ibidem*; J. Ocampo, *Resetting the international...*

48 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international...*

49 J. Williamson, *Getting surplus countries to adjust*, „Policy Brief” 2011, no. 11-1, Peterson Institute for International Economics.

50 M. Goldstein, *Confronting asset bubbles, too big to fail, and beggar-thy-neighbour exchange rate policies*, „Policy Brief” 2010, no. 10-3, Peterson Institute for International Economics.

kraczącą 3% PKB w okresie dłuższym niż jeden rok, powinien być poddany monitorowaniu ze strony MFW. Próg ten powinien być obniżony dla tzw. ważnych systemowo gospodarek (*systemically important economies*) ze względu na potencjalnie większe negatywne efekty *spillover*. Rola MFW polegałaby na dokonywaniu oceny stopnia nieadekwatności kursu walutowego i wskazywaniu, kiedy wymaga on korekty. MFW byłby upoważniony do stosowania systemu sankcji, których dotkliwość uzależniona byłaby od stopnia niedopasowania poziomu kursu i czasu jego trwania. Oznaczałoby to, że:

- niedopasowanie kursu rządu poniżej 10% trwające do jednego roku wymaga konsultacji kraju z MFW,
- niedopasowanie kursu rządu 10–25% trwające od jednego do dwóch lat wymaga przedstawienia programu dostosowawczego,
- większy poziom niedopasowania kursu (powyżej 25%) trwającego powyżej dwóch lat, a także brak wiarygodnego programu dostosowawczego mógłby prowadzić do wdrożenia ze strony WTO systemu zaostżeń w polityce handlowej. Dodatkową sankcją mogłaby stanowić czasowa utrata przez kraj prawa do uczestnictwa w nowych alokacjach SDR i podnoszonych kwotach udziałowych w MFW.

Propozycja ta opiera się zatem na wykorzystaniu MFW oraz WTO jako instytucji dyscyplinujących kraje nadwyżkowe i zapewniających stabilność msw i handlu światowego.

M. Goldstein wychodzi z założenia, że podstawowa słabość współczesnego msw wynika z braku systemu sankcji dla krajów nierespektujących międzynarodowych zobowiązań w zakresie polityki kursowej, w szczególności dotyczy to dużych krajów nadwyżkowych. Autor stoi na stanowisku, że nie ma współcześnie alternatywy dla powrotu do bilateralnego nadzoru nad polityką kursową kraju ze względu na upolitycznienie i, co za tym idzie, opieszałość negocjacji multilateralnych (np. pod auspicjami G20). Nadzór nad polityką kursową powinien koncentrować się na ocenie, czy realny efektywny kurs walutowy danego kraju jest niedopasowany oraz czy polityka kraju (celowo lub nie) przyczynia się do niedopasowania, a także czy wyrządza to znaczną szkodę partnerom handlowym<sup>51</sup>.

A. Mattoo i A. Subramanian proponują wzmocnić rolę WTO w rozstrzygnięciu zakresu wykorzystywania kursu jako instrumentu wspierania eksportu, co wynika z założenia, że dwa aspekty nierównowag globalnych – stosowanie niedoszacowanych kursów walutowych oraz ekspansja tzw. Państwowych Funduszy Majątkowych (Sovereign Wealth Funds) – wymagają międzynarodowych rozwiązań. Uznając, że MFW okazał się nieskuteczny w radzeniu sobie ze stosowaniem niedoszacowanych kursów walutowych, głównie na skutek słabnącego umocowania prawnego (*eroding legitimacy*), badacze proponują:

51 *Ibidem*.

- ustanowienie w ramach WTO systemu rozstrzygającego utrzymywanie niedoszacowanego kursu walutowego w celu wspierania handlu oraz wdrażania sankcji za politykę niesprawiedliwego handlu (*unfair trade*),
- przyznanie WTO nadzoru nad Sovereign Wealth Funds (tak jak WTO pełni nadzór nad usługami w ramach GATS)<sup>52</sup>.

Należy zaznaczyć, że zgodnie z obecnymi regulacjami WTO jest on upoważniony do nadzorowania niedoszacowanego kursu walutowego w takim samym stopniu jak subsydiów eksportowych lub ceł importowych i nie ma prawnych możliwości sankcjonowania praktyki manipulowania kursem walutowym<sup>53</sup>. Zdaniem A. Mattoo i A. Subramaniana w przypadku mechanizmów rozstrzygających dotyczących ceł importowych i subsydiów eksportowych WTO okazał się wiarygodny i efektywny<sup>54</sup>. Stąd propozycja, aby kraj, który traci konkurencyjność w wyniku polityki kursowej innego kraju, mógł zgłosić skargę do WTO, który następnie zgłaszałby się do MFW o opinię, czy:

- kurs walutowy faktycznie należy uznać za niedoszacowany,
- niedoszacowanie wynika z intencjonalnego działania władz państwowych.

W przypadku występowania obu tych zjawisk kraj, który odczuł skutki niedoszacowanego kursu walutowego partnera, miałby prawo do rekompensaty (np. nałożenia sankcji na eksport kraju partnera). Rozmiar sankcji zależałby od decyzji WTO. Propozycja ta sprowadza MFW do roli instytucji dostarczającej eksperyty technicznej w trakcie realizacji procesu wykonawczego przez WTO.

Z kolei C.F. Bergsten postuluje zastąpienie międzynarodowych organizacji mających dyscyplinować kraje nadwyżkowe (MFW, WTO) przez działania na szczeblu narodowym. Instrumentem oddziałującym na kraje nadwyżkowe miałyby być przeciwstawne interwencje (*counter-intervention/countervailing currency intervention – CCI*) na krajowych rynkach walutowych. Przeprowadzałby je kraj waluty rezerwowej, tak aby doprowadzić do wzrostu wartości waluty utrzymywanej na niedowartościowanym poziomie<sup>55</sup>. Celem interwencji byłoby zbliżenie poziomu kursu walutowego do kursu równowagi rynkowej i usunięcie niedopasowania, zniekształcającego globalny handel i gospodarkę. Od strony formalnej korekta kursu dokonywana poprzez kraj waluty rezerwowej wymagałaby autoryzacji ze strony MFW. MFW miałyby prawo nie poprzeć inicjatywy podejmowania interwencji (gdyby np. MFW poparł kraj nadwyżkowy, kraj emitujący walutę rezerwową musiałyby się wycofać z działań). Skuteczność działań dostosowawczych zawartych w propozycji C.F. Bergstena jest asymetryczna, uzależniona od tego,

52 A. Mattoo, A. Subramanian, *Currency undervaluation...*

53 J. Williamson, *Getting surplus...*

54 A. Mattoo, A. Subramanian, *Currency undervaluation...*

55 C.F. Bergsten, *A proposed strategy to correct the Chinese exchange rate*, testimony before the hearing on the Treasury Department's Report on International Economics and Exchange Rate Policies, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, September 2010.

czy waluta, w której przeprowadzano by interwencję, jest wymienna, czy też nie. W kontekście współczesnej nierównowagi globalnej trudności w zrealizowaniu tej koncepcji wynikałyby z faktu, że RMB nie jest walutą w pełni wymienną, Chiny stosują liczne ograniczenia w przepływie kapitału, zatem USA nie byłyby w stanie dokonywać inwestycji z tytułu zakupionej waluty. Ograniczałoby to skalę interwencji, jednak mogłoby dawać efekt sygnałny dla rynków finansowych, co autor propozycji uznaje za jej największą zaletę.

Sekretarz stanu USA, T. Geithner, zaproponował z kolei, aby kraje członkowskie G20 zobowiązały się do utrzymywania nierównowagi na rachunku obrotów bieżących nieprzekraczającej 4% PKB. W ten sposób głównym celem polityk makroekonomicznych byłoby osiągnięcie równowagi płatniczej (*current account target*). Wymuszałoby to prowadzenie polityk: strukturalnej, fiskalnej i kursowej zgodnie z celem maksymalnego pułapu nierównowagi zewnętrznej. T. Geithner dopuszcza wyjątki od zasady, np. dla krajów eksportujących surowce naturalne. Zdaniem J. Williamsona jednak osiągnięcie konkretnego celu rachunku obrotów bieżących wymaga, przy danym popycie, określonego poziomu kursu walutowego. Oznacza to konieczność uwzględniania warunków strukturalnych gospodarki przy szacowaniu kursu równowagi fundamentalnej. Dodatkowy problem stanowi osiągnięcie celu płatniczego w warunkach unii monetarnej, gdzie brak jest nominalnego kursu walutowego, który mógłby odgrywać rolę pomocniczą w procesie osiągnięcia celu równowagi zewnętrznej<sup>56</sup>.

Propozycje D. Grosa i G.C. Hufbauera opierają się na dyscyplinowaniu krajów nadwyżkowych poprzez ograniczanie nabywania lub opodatkowanie aktywów zagranicznych będących w posiadaniu kraju. D. Gros<sup>57</sup> proponuje wprowadzenie „zasady wzajemności” (*the principle of reciprocity*), która oznaczałaby sprzedaż długu publicznego ze strony kraju waluty rezerwowej tylko oficjalnym instytucjom z krajów, w których przysługuje mu identyczne prawo. Zdaniem D. Grosa rozwiązanie takie byłoby zgodne ze statutem MFW, który wymaga wymienności waluty w zakresie transakcji rachunku obrotów bieżących, a nie swobody przepływów kapitałów. Propozycja ta z pewnością forsuje pewien stopień kontroli w przepływie kapitału. Nasuwają się jednak pytania dotyczące skuteczności takiej kontroli (trudność w odróżnieniu instytucji nabywającej aktywa publiczne od podmiotu zlecającego) oraz substytuowania długu publicznego długiem prywatnym. Drugi problem wskazuje, że dla gospodarki chińskiej nadal możliwa byłaby polityka finansowania nierównowagi płatniczej kraju (poprzez zakup długu prywatnego USA), co czyni propozycję nieefektywną z punktu widzenia zarządzania nierównowagami globalnymi. G.C. Hufbauer<sup>58</sup> proponuje wykorzystanie

56 J. Williamson, *Getting surplus...*

57 D. Gros, *How to level the capital playing field in the game with China*, „CEPS Commentary”, Centre for European Policy Studies, September 2010.

58 G.C. Hufbauer, *Patience and the currency wars*, National Interest, Peterson Institute for International Economics, October 2010.

instrumentu podatkowego jako sposobu na ograniczenie nadmiernej akumulacji aktywów. W tym celu sugeruje wprowadzenie 30-proc. podatku dochodowego, który byłby nałożony na rządy krajów utrzymujących niedoszacowany kurs walutowy. Propozycja ta mogłaby zatem stanowić rozwiązanie problemu nadmiernej akumulacji rezerw walutowych. Od strony formalnej przyznawałaby amerykańskiemu Kongresowi prawa do wdrażania systemu opodatkowania. Jak zauważa J. Williamson, koncepcja ta ma jednak istotne słabości:

- w przypadku obecnie występujących stóp procentowych bliskich zeru opodatkowanie przestaje być instrumentem zniechęcającym,
- instrument przestaje mieć charakter międzynarodowy,
- może stać się początkiem zaprzestania utrzymywania przez zagranicę aktywów dolarowych, wskutek czego USD może utracić rolę kluczowej waluty rezerwowej<sup>59</sup>.

Najlepszym sposobem na wymuszenie na krajach nadwyżkowych współdziałania w procesach dostosowawczych byłoby, jak przyznaje Y. Akyüz, aktywowanie klauzuli waluty rezerwowej i zezwolenie krajom deficytowym na zastosowanie środków restrykcji handlowych i kapitałowych<sup>60</sup>. Badacz dostrzega jednak, że rozwiązanie takie byłoby politycznie nie do zaakceptowania, ponadto powodowałoby problemy praktyczne związane z systemem sankcji (ich charakterem i zakresem). Łagodniejszy sposób radzenia sobie z asymetrią dostosowawczą przewiduje Keynesowska koncepcja Międzynarodowej Unii Clearingowej, która we współczesnych warunkach mogłaby zostać zrealizowana poprzez wpłacanie podatku do MFW przez kraje nadwyżkowe przekraczające pewien próg nadwyżki CA w stosunku do PKB.

Analiza zaprezentowanych koncepcji prowadzi do konkluzji, że kluczowymi problemami, przed którymi stoi reformowanie msw w kontekście przełamania asymetrii procesów wyrównawczych, są:

1. Znalezienie odpowiedzi na pytanie, co ma stanowić wskaźnik, który decydowałby o wystąpieniu nadwyżki płatniczej.
2. Wypracowanie efektywnego systemu sankcji.
3. Znalezienie odpowiedzi na pytanie, kto ma decydować, że pozycja płatnicza kraju nadwyżkowego jest już nieakceptowalna. Która instytucja międzynarodowa – MFW czy WTO – powinna odgrywać pierwszoplanową rolę w uruchamianiu procesu wyrównawczego?

Podsumowując, należy zauważyć, że zgłaszane propozycje:

- silnie eksponują rolę nieadekwatnego poziomu kursu walutowego;
- podkreślają zalety systemu opartego na stopniowaniu sankcji, co ma zwiększyć ich efektywność. Należy także podkreślić, że propozycje te kładą nacisk na retorsje międzynarodowe w postaci restrykcji handlowych;

59 J. Williamson, *Getting surplus...*

60 Y. Akyüz, *Why the IMF...*

- podkreślają problem współpracy MFW i WTO i dominacji jednej z wymienionych organizacji w inicjowaniu procedury nadzorczej, podejmowaniu kluczowych decyzji i uruchamianiu ewentualnych sankcji.

W dyskusji nad tym obszarem reformowania msw United Nations dostrzega dodatkowy problem wynikający z polityki nadzoru MFW. Nadzór ten jest w rzeczywistości sprawowany asymetrycznie (*asymmetric surveillance*) – instytucja może wpłynąć na polityki krajowe tylko wówczas, gdy kraj zgłasza się do MFW o wsparcie finansowe, podlegające jego polityce *conditionality*. Zatem dyrektywy MFW mogą wpływać na kraje deficytowe, ale mają niewielkie przełożenie na kraje nadwyżkowe<sup>61</sup>. Wynika z tego zasadniczy problem, mianowicie co (jaki czynnik) ma wymóc na kluczowych krajach nadwyżkowych współdziałanie w procesach dostosowawczych. W tym United Nations dostrzega właśnie konsekwencje słabości międzynarodowej koordynacji polityk.

Y. Akyüz zauważa ponadto, że dla międzynarodowego procesu dostosowawczego równie istotne, obok włączenia krajów nadwyżkowych, jest zaangażowanie w te procesy USA. Wyrazem takiego rozumowania jest także propozycja zgłoszona przez G20, aby zarówno dla krajów nadwyżkowych, jak i deficytowych ustanowić progi nierównowag zewnętrznych (4% PKB)<sup>62</sup>. Akcentowanie konieczności włączenia kraju emitującego walutę rezerwową w procesy dostosowawcze wskazuje, że reforma międzynarodowych procesów dostosowawczych jest powiązana z reformą kreacji waluty międzynarodowej.

## 5. Instytucjonalne aspekty sprawowania *governance* nad msw

Nadzorowanie stabilności msw jest jednym z zadań MFW, na stronie internetowej instytucji można przeczytać, że „głównym celem organizacji jest dostarczanie dobra publicznego, jakim jest stabilność finansowa”.

Poszukując odpowiedzi na pytanie o brak efektywnego *governance* ze strony MFW, w raporcie Palais-Royal Initiative autorzy zwracają uwagę na trzy czynniki:

- panujące przekonanie, że każdy kraj prowadząc rozsądną politykę krajową i nie stosując przy tym polityki manipulowania kursem walutowym, przyczynia się do globalnej stabilności, co okazało się jednak zbyt optymistycznym założeniem;

61 United Nations, *Trade and Development Report...* W raporcie tym pada stwierdzenie, że tradycyjnym instrumentem sprawowania nadzoru nad krajami nadwyżkowymi przez MFW, bez gruntownej reformy jego zarządzania, pozostaje *naming and shaming*.

62 Za: Y. Akyüz, *Why the IMF...*

- brak wspólnego systemu oceny efektów *spillover* polityk realizowanych przez duże kraje;
- deficyt legitymacji kluczowej instytucji systemu (MFW), odzwierciedlony zarówno przez słabą reprezentację krajów *emerging markets* i rozwijających się, jak i proces nadzoru (*surveillance*) i oceny realizacji polityk krajów rozwiniętych<sup>63</sup>.

Nieprzeprowadzenie w odpowiednim czasie reformy struktur *governance* MFW, przy uwzględnieniu powyższych czynników, spowodowało, zdaniem autorów, niezdolność tej instytucji do koordynowania polityki monetarnej. Problematyczne wydaje się już samo znalezienie właściwej formuły funkcjonowania MFW – czy ma on być instytucją koordynującą narodowe polityki, czy też inicjującą własne polityki na poziomie globalnym.

Wyłonienie się G20 jako głównego forum ekonomicznej i finansowej kooperacji poniekąd wypełniło tę lukę w nieklarownej roli MFW w zarządzaniu msw.

Dlatego też, identyfikując niezbędne obszary reformy msw, w tym reformy MFW, wskazuje się na potrzebę wzmocnienia efektywności systemu nadzoru. Wydaje się jednak, że wzmocnienie efektywności systemu *surveillance* nie może się odbyć bez reform dotyczących zasad *governance* w MFW.

Dla przykładu, w celu zwiększenia stopnia zarządzania msw ze strony MFW E. Balls proponuje formalne rozdzielenie procesu *surveillance* od polityki kredytowej MFW. Brak czytelnego rozróżnienia między kredytowaniem a sprawowaniem nadzoru tworzy złe bodźce i obniża efektywność nadzoru<sup>64</sup>. Dodatkowo, ze względu na konflikt interesów, rekomenduje się, aby mechanizm *surveillance* był sprawowany w gremiach kolegialnych personalnie niezależnych od rządów narodowych oraz tych zaangażowanych w decyzje dotyczące polityki kredytowej MFW<sup>65</sup>.

Istotne znaczenie dla efektywnego sprawowania nadzoru nad msw ma także silniejszy udział krajów rozwijających się i *emerging markets* w instytucjach Bretton Woods. Wprowadzanie służącej temu reformy rozpoczęto na konferencji United Nations w 2002 r. (UN Conference on Financing for Development), ale wciąż nie spełnia ona oczekiwań zainteresowanych grup krajów.

J. Ocampo dostrzega trzy możliwe kierunki ewolucji struktury instytucjonalnej odpowiedzialnej za zarządzanie msw:

- 1) transformacja G20 w prawdziwą międzynarodową instytucję o wzmocnionych uprawnieniach;
- 2) głęboka reforma głosowania i reprezentacji krajów rozwijających się i *emerging markets* w instytucjach Bretton Woods i globalnych instytucjach regulacyjnych;

63 Palais-Royal Initiative, *Reform of the international monetary system...*

64 E. Balls, *Preventing financial crisis: the case for independent IMF surveillance*, remarks made at the Institute for International Economics, March 2003.

65 Y. Akyüz, *Why the IMF...*

3) rozwój wielopłaszczyznowej architektury msw, z aktywną rolą regionalnych, ponadregionalnych i międzyregionalnych instytucji<sup>66</sup>.

J. Ocampo zwraca uwagę, że G20 ma pozytywne efekty w odgrywaniu roli lidera w msw. Należy tu wspomnieć o wdrożeniu nowego mechanizmu kooperacji międzynarodowej (MAP), sterowaniu zmianami w regulacjach finansowych oraz osłabianiu nowej fali protekcjonizmu<sup>67</sup>. Negatywnie można ocenić efektywność wdrażania proponowanych działań oraz nieobejmowanie wszystkich krajów (wykluczono także niektóre duże kraje, np. Nigerię). Słabością ugrupowania jest brak reprezentacji małych i średnich krajów oraz „ponadreprezentacja” krajów Europy Zachodniej.

Zdaniem J. Ocampo za wprowadzeniem trójpłaszczyznowego systemu *governance* w msw przemawiają następujące argumenty:

- stworzenie sieci instytucji może pozwolić lepiej realizować cele niż jedna globalna instytucja;
- odzwierciedla to fakt, że procesy globalizacji w gospodarce globalnej ostatnich dekad są także procesami otwartego regionalizmu;
- byłoby to zgodne z zasadą federalizmu, co zwiększyłoby siłę małych krajów, a tym samym ich poczucie wpływu na funkcjonowanie msw.

Przykładem takiej „głębokiej architektury” (*dense architecture*) jest system międzynarodowych banków rozwoju, gdzie Bank Światowy koegzystuje z siecią banków regionalnych i ponadregionalnych oraz jednym międzyregionalnym. Jak wskazuje J. Ocampo, w przypadku międzynarodowej architektury finansowej nie wytworzył się taki model wielopłaszczyznowej współpracy, międzynarodowy system walutowy cechuje organizacyjna fragmentaryzacja. W opinii badacza w przyszłości MFW powinien współistnieć z siecią funduszy regionalnych<sup>68</sup>.

Również w raporcie United Nations znajduje się postulat stworzenia globalnego systemu walutowego, który byłby wzmocniony poprzez regionalne porozumienia finansowe<sup>69</sup>.

W raporcie Palais-Royal Initiative zawarto propozycję wzmocnienia roli MFW przy dość silnym zmodyfikowaniu kształtu tej instytucji. Autorzy raportu rekomendują, aby w celu zapewnienia zarówno efektywności, jak i legitymacji w ramach *governance* nad msw wykształciła się trójpłaszczyznowa zintegrowana architektura. Elementy trójpłaszczyznowej struktury stanowiłoby:

- szefowie rządów lub państw, spotykający się sporadycznie (częściej w okresach kryzysów);

66 J. Ocampo, *Resetting the international...*

67 *Ibidem*.

68 *Ibidem*.

69 United Nations, *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System* (Stiglitz Commission), September 2009, New York.



- ministrowie finansów i gubernatorzy banków centralnych, podejmujący strategiczne decyzje na temat msw, funkcjonujący jako „Rada” (która przejęłaby funkcje realizowane obecnie przez G20);
- dyrektorzy wykonawczy i dyrektor zarządzający MFW.

Dodatkowo w dokumencie tym rekomendowana jest reforma systemu głosowania. Duży nacisk położono na tzw. globalną instytucjonalną koordynację, przejawiającą się w tym, że w pracach Rady uczestniczyłyby inne organizacje: BIS, FSB, WTO, Bank Światowy. Autorzy raportu proponują utworzenie nowej instytucji – Global Advisory Committee (GAC), składającej się z niezależnych ekspertów, która reprezentowałaby globalne interesy systemu. Mimo że rekomendacje GAC nie byłyby wiążące, stanowiłyby głos w zakresie zarządzania międzynarodową płynnością. Uwzględniając wzrost znaczenia regionalnych porozumień finansowych w gospodarce globalnej, autorzy postulują zmodyfikowanie ich relacji i reprezentacji w MFW<sup>70</sup>.

---

70 Palais-Royal Initiative, *Reform of the international monetary system...*

# Zakończenie

Mimo szeroko zakrojonej dyskusji i przedstawienia zwartych koncepcji działań naprawczych reforma elementów składowych msw jest bardziej na początkowym aniżeli końcowym etapie realizacji. Z drugiej strony, po intensywnym okresie wzmoczonych analiz dotyczących zasadności i kierunków reformowania msw w ostatnich latach tematyka ta wyraźnie ustąpiła miejsca innym aspektom międzynarodowego środowiska finansowego. Na podstawie doświadczeń gospodarki światowej można jednak zaryzykować twierdzenie, że dyskusja ponownie nasili się wraz z kolejną odsłoną jakichś zjawisk w międzynarodowym systemie finansowym (ponowny wzrost skali nierównowag globalnych? rozpad unii walutowej? kryzysy finansowe, walutowe, zadłużeniowe? pogłębiony niedobór aktywów bezpiecznych? ponowny wzrost skali akumulacji rezerw walutowych?).

Wśród słabości obecnego systemu, stanowiących źródła jego niestabilności, należy wymienić:

- nadmierne oparcie systemu na walucie dominującej (brak substytutów dla USD jako dominującej waluty rezerwowej, dominacja USD w handlu i finansach międzynarodowych), tworzące bodziec dla słabej polityki fiskalnej, generujące współczesną odmianę paradoksu Triffina, globalny niedobór aktywów bezpiecznych, nierównowagi globalne;
- asymetrię procesów dostosowawczych, przenoszącą ciężar procesów na kraje deficytowe (z wyłączeniem kraju emitenta waluty kluczowej), co wymusza na nich redukcję deficytów poprzez kurczenie się gospodarki;
- niepewność odnośnie do dostępu do międzynarodowej płynności, wynikającą z fragmentaryczności GFSN, skutkującą ponadoptymalną przezornością akumulacją rezerw.

Prawdziwa, a nie „kosmetyczna” reforma msw powinna być kompleksowa i obejmować powiązane ze sobą elementy:

- globalny system rezerwowy – mimo licznych sformułowanych koncepcji wydaje się, że najbardziej realna reforma to połączenie systemu prawdziwie wielodewizowego z bardziej aktywnym wykorzystaniem SDR;

- działania koordynacyjne i regulacyjne – w tym obszarze konieczne jest wypracowanie efektywniejszych mechanizmów koordynacji polityk makroekonomicznych, zarządzania kursami walutowymi (zasad określania kursów między walutami krajowymi oraz interwencji) i regulacjami w zakresie rachunku kapitałowego oraz włączenie krajów nadwyżkowych w procesy dostosowawcze;
- alokacja płynności międzynarodowej – kluczowe jest wypracowanie efektywniejszych mechanizmów alokacji, tak aby zapewnić komplementarne dostarczanie płynności z różnych źródeł: z porozumień regionalnych, linii swapowych i prewencyjnych linii kredytowych MFW, jednocześnie tworząc bodźce dla spadku jednostronnego ubezpieczania się w postaci przezornościowej akumulacji rezerw.

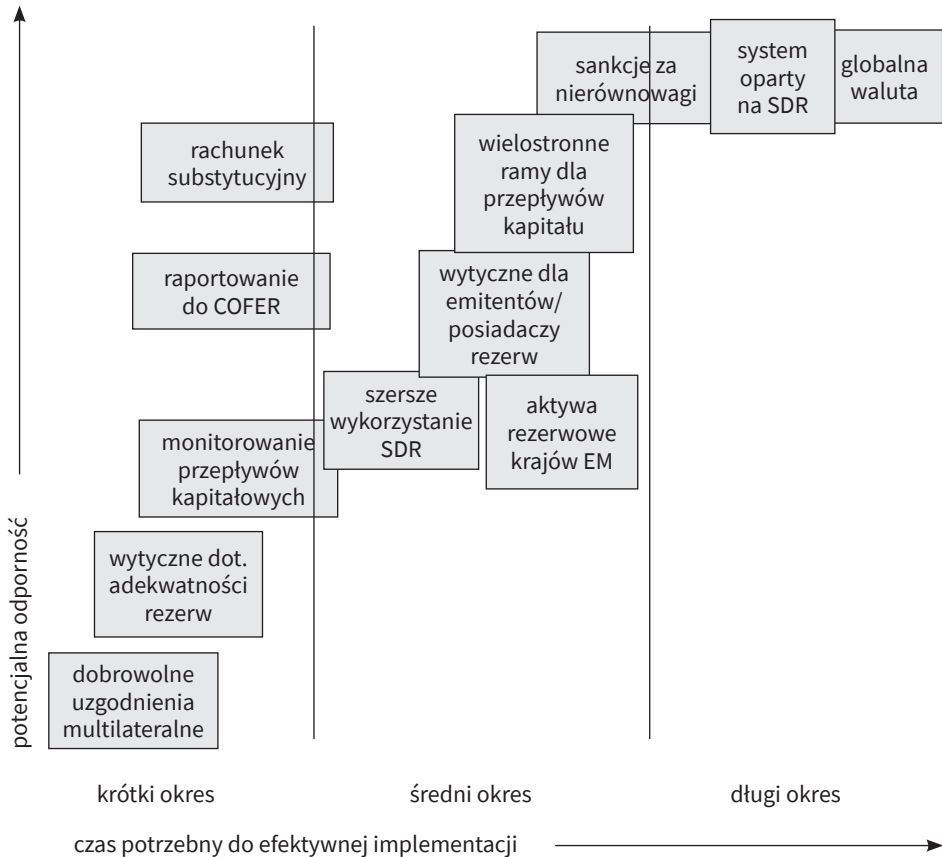
Działania reformujące msw, wpływając zarówno na stronę podaży (dywersyfikacja aktywów rezerwowych, kreacja aktywów bezpiecznych), jak i popytu (dekułacja rezerw walutowych) płynności międzynarodowej, wymagają jednocześnie gruntownej przebudowy instytucjonalnej, wzmocnienia nadzoru nad systemem ze strony MFW, poszerzenia mandatu instytucji, co pozwoli na wzrost współpracy międzynarodowej w zakresie regulacji finansowych i działań koordynacyjnych.

Ze względu na trudności w realizacji tak ambitnie zakrojonego celu oczywiście wydaje się, że gruntowna reforma msw może być zrealizowana dopiero w długim horyzoncie czasowym. Zróżnicowanie tempa możliwej implementacji konkretnych działań w połączeniu ze zróżnicowaniem stopnia ich potencjalnej odporności ilustruje schemat I. Lago i in. Schemat ten, koncentrujący się na popytowo-podażowych aspektach przekształceń w globalnym systemie rezerwowym, można odczytywać także szerzej, jako wskazujący na wieloetapowość działań reformujących msw oraz nierealność pewnych propozycji.

Obecnie działania opisane jako możliwe do implementacji w krótkim okresie praktycznie już się dokonały. W odpowiedzi na wielość stosowanych miar adekwatności rezerw i ich krytykę MFW wprowadził wytyczne dotyczące mierzenia ich adekwatności (wskaźnik ARA – *Assessing Reserve Adequacy*), poprawiło się raportowanie do COFER. Nastąpił wzrost uzgodnień multilateralnych ukierunkowanych na stabilność msw (MAP), w tym możliwość wprowadzania czasowych restrykcji w przepływach kapitału (CFM).

Na obecnym etapie wydaje się, że realnym obszarem działań przekształcających msw może być powolna transformacja globalnego systemu rezerwowego w stronę systemu zdywersyfikowanego, wielodewizowego. Jest to z pewnością działanie długookresowe, ale potencjalnie realne. Wzrost stopnia internacjonalizacji RMB, któremu towarzyszy pogłębianie rynków finansowych (*financial deepening*) w kraju emitencie, oraz zmiana w podejściu do internacjonalizacji EUR ze strony europejskich instytucji może stanowić pierwszy krok w tym kierunku. Zgodnie z badaniami empirycznymi C.E. Tovar i T. Nor proces ten jest już widoczny w postaci występowania trzech bloków walutowych w msw: bloku USD, bloku EUR oraz bloku RMB (którego zasięg geograficzny jest dziś najbardziej widoczny

wśród krajów BRICS)<sup>1</sup>. Taki kierunek reformy byłby spójny z przewidywaniami teoretycznymi B. Eichengreena, zgodnie z którymi msw będzie ewoluował w kierunku międzynarodowego oligopolu monetarnego, złożonego z trzech wymienionych walut<sup>2</sup>.



**Rysunek 10.** Potencjalne działania reformujące msw (poprzez zmniejszenie popytu na rezerwy i dywersyfikację podaży rezerw)

Źródło: I. Lago, R. Duttgupta, R. Goyal, *The debate on the international monetary system*, „IMF Staff Position Note” 2009, SPN/09/26.

- 1 C.E. Tovar, T. Nor, *Reserve currency blocs: a changing international monetary system?*, „IMF Working Paper” 2018, no. 18/20. Autorzy nie szacują jednak znaczenia bloku walutowego na podstawie dominacji waluty w handlu i finansach (zgodnie z tradycyjną literaturą dotyczącą determinant internacjonalizacji), lecz przyjmują alternatywne podejście – oceniają, w jakim stopniu waluty rezerwowe wpływają na fluktuacje kursów walutowych (czerpiąc tym samym z literatury dotyczącej reżimów kursowych).
- 2 B. Eichengreen, *Exorbitant privilege. The rise and fall of the dollar*, Oxford University Press, Oxford–New York 2011.



# Bibliografia

## Artykuły i pozycje książkowe

- Aizenman J., Lee J., *International reserves: precautionary vs. mercantilist views: theory and evidence*, „Open Economies Review” 2007, vol. 18, no. 2.
- Aizenman J., Sun Y., *The financial crisis and sizable international reserves depletion: from „fear of floating” to the „fear of losing international reserves”?*, „NBER Working Paper” 2010, no. 15308.
- Aizenman J., Cheung Y., Ito H., *International reserves before and after the global crisis: is there no end to hoarding?*, „NBER Working Papers” 2014, no. 20386.
- Aizenman J., Jinjarak Y., Park D., *International reserves and swap lines: substitutes or complements*, „NBER Working Paper” 2010, no. 15804.
- Akyüz Y., *Liberalization, financial instability and economic development*, Anthem Press, London 2014.
- Akyüz Y., *Why the IMF and the international monetary system need more than cosmetic reform?*, „South Centre Research Papers” 2010, no. 32.
- Alberola E., Estrada Á., Viani F., *Global imbalances from a stock perspective. The asymmetry between creditors and debtors*, „BIS Working Papers” 2018, no. 707.
- Allen W.A., Moessler R., *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008–2009*, „BIS Working Papers” 2010, no. 310.
- Angeloni I., Bénassy-Quéré A., Carton B., Darvas Z., Destais C., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallée S., *Global currencies for tomorrow: a European perspective*, European Economy, „Economic Papers” 2011, no. 444.
- Arregui N., Elekdag S., Gelos R.G., Lafarguette R., Seneviratne D., *Can countries manage their financial conditions amid globalization?*, „IMF Working Paper” 2018, no. 18/15.
- Bank for International Settlements, *Global liquidity – concept, measurement and policy implications*, „CGFS Papers” 2011, no. 45, Committee on the Global Financial System.
- Bank for International Settlements, *The international monetary and financial system*, BIS 85<sup>th</sup> Annual Report, 2015.

- Bayoumi T.A., Gagnon J.E., Saborowski C., *Official financial flows, capital mobility, and global imbalances*, „Journal of International Money and Finance” 2015, vol. 52(C).
- Beltran D.O., Kretchmer M., Marquez J., Thomas C.P., *Foreign holdings of U.S. Treasuries and U.S. Treasury yields*, „International Finance Discussion Papers” 2012, no. 1041, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
- Bogołębska J., *Internacjonalizacja walut krajów emerging markets jako nowe zjawisko w finansach międzynarodowych*, „International Business and Global Economy” 2014, no. 33.
- Bogołębska J., *Nierównowagi globalne a stabilność międzynarodowego systemu walutowego. Analiza na przykładzie akumulacji rezerw walutowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.
- Bogołębska J., Feder-Sempach E., Stawasz-Grabowska E., *Główne determinanty podaży aktywów bezpiecznych. Analiza na podstawie krajów emitentów walut rezerwowych w okresie 1989–2018*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2020, no. 5, vol. 64.
- Bogołębska J., Feder-Sempach E., Stawasz-Grabowska E., *Reserve currency status as a safe asset determinant. Empirical evidence from main public issuers in the period 2005–2017*, „Comparative Economic Research” 2019, vol. 22, no. 3.
- Borio C., *The international monetary system: its Achilles heel and what to do about it*, „BIS Working Papers” 2014, no. 456.
- Borio C., Disyatat P., *Capital flows and the current account: taking financing (more) seriously*, „BIS Working Papers” 2015, no. 525.
- Borio C., Disyatat P., *Global imbalances and the financial crisis: link or no link?*, „BIS Working Papers” 2011, no. 346.
- Bordo M.D., McCauley R.N., *Triffin: dilemma or myth?*, „NBER Working Papers” 2018, no. 24195.
- Boz E., Gopinath G., Plagborg-Møller M., *Global trade and the dollar*, „NBER Working Papers” 2017, no. 23988.
- Bracke T., Bussière M., Fidora M., Straub R., *A framework for assessing global imbalances*, „ECB Occasional Paper Series” 2008, no. 78.
- Bradford C., Lim W., *Global rebalancing and systemic risk assessment: the G-20 and the International Monetary Fund*, [w:] *The G-20 summit at five: time for strategic leadership*, eds. K. Derviş, P. Drysdale, Brookings Institution Press, Washington DC 2014.
- Bruno V., Song Shin H., *Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy*, „Journal of Monetary Economics” 2015, vol. 71, issue C.
- Caballero R.J., Farhi E., *A model of safe asset mechanism (SAM): safety traps and economic policy*, „NBER Working Paper” 2013, no. 18737.
- Caballero R.J., Krishnamurthy A., *Global imbalances and financial fragility*, „American Economic Review” 2009, vol. 99, no. 2.
- Caballero R.J., Farhi E., Gourinchas P.-O., *Global imbalances and currency wars at the ZLB*, „NBER Working Paper” 2020, no. 21670.
- Caballero R.J., Farhi E., Gourinchas P.-O., *The safe assets shortage conundrum*, „Journal of Economic Perspectives” 2017, vol. 31, no. 3.

- Canals C., *The role of global imbalances 10 years on*, [w:] MR 10, *Monthly Report*, „Economic and Financial Market Outlook” 2018, no. 427.
- Cardarelli R., Elekdag S., Kose M.A., *Managing large capital inflows*, „World Economic Outlook”, October 2007.
- Ca’Zorzi M., Dedola L., Georgiadis G., Jarociński M., Stracca L., Strasser G., *Monetary policy and its transmission in a globalized world*, „European Central Bank Discussion Papers” 2020, no. 2407.
- Cecchetti S., *Towards an international lender of last resort*, [w:] *Re-thinking the lender of last resort*, „BIS Papers” 2014, no. 79.
- Chinn M.D., *The once and future global imbalances? Interpreting the post-crisis record*, paper presented at the Jackson Hole conference, August 2017, <https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2017/chinn-paper.pdf?la=en> (dostęp: 30.08.2020).
- Cline W.R., *The case for a new Plaza Agreement*, „Policy Briefs in International Economics” 2005, no. PB05-4, Institute for International Economics.
- Cline W.R., *The United States as a debtor nation*, Institute for International Economics and Center for Global Development, Washington DC 2005.
- Cohen B.J., *Life at the top. International currencies in the twenty-first century*, „Essays in International Economics” 2000, no. 221.
- Cohen B.J., *The macrofoundation of monetary power*, University of California at Santa Barbara, June 2004.
- Csonto B., Tovar C.E., *Uphill capital flows and the international monetary system*, „IMF Working Papers” 2017, WP/17/174.
- D’Arista J., *Reforming the privatized international monetary and financial architecture*, „Financial Markets and Society”, November 1999.
- Daniel B.C., *A fiscal theory of currency crises*, „International Economic Review” 2001, vol. 42, no. 4.
- Dąbrowski M., *Rola międzynarodowego systemu walutowego w kształtowaniu zewnętrznej równowagi makroekonomicznej*, [w:] *Zmiany instytucjonalne w reakcji na obecny kryzys*, red. A. Wojtyna, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2013.
- Del Negro M., Giannone D., Giannoni M.P., Tambalotti A., *Safety, liquidity, and the natural rate of interest*, „Staff Report”, no. 812, Federal Reserve Bank of New York.
- Destais C., *Central bank currency swaps and the international monetary system*, „Policy Brief CE-PII” 2014, no. 2014-05.
- Domanski D., Fender J., McGuire P., *Assessing global liquidity*, „BIS Quarterly Review”, December 2011.
- Dominguez K.M.E., Hashimoto Y., Ito T., *International reserves and the global financial crisis*, „Journal of International Economics” 2012, vol. 88, no. 2.
- Dorrucci E., McKay J., *The international monetary system after the financial crisis*, „ECB Occasional Paper Series” 2011, no. 123.
- Eichengreen B., *Exorbitant privilege. The rise and fall of the dollar*, Oxford University Press, Oxford–New York 2011.
- Eichengreen B., *Hegemonic stability theories of the international monetary system*, „NBER Working Papers” 1987, no. 2193.



- Eichengreen B., Gupta P., Mody A., *Sudden stops and IMF-supported programmes*, [w:] *Financial markets volatility and performance in emerging markets*, eds. S. Edwards, M.G.P. Garcia, University of Chicago Press, Chicago 2008.
- Eichengreen B., Mehl A., Chițu L., *How global currencies work: past, present and future*, Princeton University Press, Princeton 2017.
- The euro area as a stabilizer in the international monetary system*, eds. R.A. Mundell, A. Clesse, Kluwer Academic Publishers, New York 2000.
- European Central Bank, *Conditionality and design of IMF-supported programmes*, IRC Task Force on IMF and Global Financial Governance Issues, „ECB Occasional Paper Series” 2019, no. 235.
- European Central Bank, *Dealing with large and volatile capital flows and the role of the IMF*, „ECB Occasional Paper Series” 2016, no. 180.
- European Central Bank, *The financial crisis and the strengthening of global policy cooperation*, „Monthly Bulletin” 2011, no. 1.
- European Central Bank, *The international role of the euro*, Frankfurt am Main, June 2019.
- European Central Bank, *The international role of the euro*, Interim Report, Frankfurt am Main, June 2018.
- Elson A., *Governing global finance. The evolution and reform of the international financial architecture*, Palgrave, New York 2011.
- Farhi E., Maggiori M., *A model of the international monetary system*, „The Quarterly Journal of Economics” 2018, vol. 133, no. 1.
- Farhi E., Gourinchas P.-O., Rey H., *Reforming the international monetary system*, Centre for Economic Policy Research, London 2011.
- Fernández-Arias E., Levy Yeyati E., *Global financial safety nets. Where do we go from here?*, „IDB Working Paper” 2010, no. 231.
- Fischer S., *On the need for an international lender of last resort*, „The Journal of Economic Perspectives” 1999, vol. 13, no. 4.
- Fleming M.J., Klagge N.J., *The Federal Reserve’s foreign exchange swap lines*, „Current Issues in Economics and Finance” 2010, vol. 16, no. 4, Federal Reserve Bank of New York.
- Frieden J., Pettis M., Rodrik D., Zedillo E., *After the fall: the future of global cooperation*, „Geneva Reports on the World Economy” 2012, no. 14, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research.
- Gagnon J.E., *Global imbalances and foreign asset expansion by developing economy central banks*, „Working Paper” 2012, no. 12-5, Peterson Institute for International Economics.
- Gallagher K.P., Griffith-Jones S., Ocampo J., *Capital account regulations for stability and development; a new approach*, [w:] *Regulating global capital flows for long-run development*, eds. K.P. Gallagher, S. Griffith-Jones, J. Ocampo, Boston University, Pardee Center for the Study of the Longer Range Future, Boston 2012.
- Gallego S., L’Hotellerie-Fallois P., López Vicente F., *The International Monetary Fund and its role as a guarantor of global financial stability*, „Economic Bulletin” 2018, no. 4, Banco de España.
- Gang F., *Currency asymmetry, global imbalances, and rethinking of the international currency system*, [w:] *Global imbalances and the US debt problem*, eds. J.J. Teunissen, A. Akkerman, Fonda, The Hague 2006.

- Gąsiorowski P., Grotte M., Frankiewicz D., Życieńska A., Walasik A., *Dostosowania instrumentarium, zasad działania i zasobów Międzynarodowego Funduszu Walutowego w reakcji na światowy kryzys finansowy i gospodarczy*, „Materiały i Studia NBP” 2013, nr 285.
- Gelpern A., Gerding E.F., *Inside safe assets*, „Yale Journal of Regulation” 2016, vol. 33, issue 2, <https://digitalcommons.law.yale.edu/yjreg/vol33/iss2/2/> (dostęp: 30.08.2020).
- Gerlach-Kristen P., McCauley R.N., Ueda K., *Currency intervention and the global portfolio balance effect: Japanese lessons*, „BIS Working Papers” 2012, no. 389.
- Goldberg L.S., *The international role of the dollar: does it matter if this changes?*, „Federal Reserve Bank of New York Staff Reports” 2011, no. 522.
- Goldberg L.S., Tille C., *Macroeconomic interdependence and the international role of the dollar*, „Journal of Monetary Economics” 2009, vol. 56, no. 7.
- Goldberg L.S., Kennedy C., Miu J., *Central bank dollar swap lines and overseas dollar funding costs*, „Economic Policy Review”, May 2011, Federal Reserve Bank of New York.
- Goldstein M., *Confronting asset bubbles, too big to fail, and beggar-thy-neighbour exchange rate policies*, „Policy Brief” 2010, no. 10-3, Peterson Institute for International Economics.
- Golec P., Perotti E., *Safe assets: a review*, „ECB Working Paper Series” 2011, no. 2035.
- Goodhart C.A.E., *Myths about the lender of last resort*, „International Finance” 1999, vol. 2, no. 3.
- Gopinath G., Stein J.C., *Banking, trade and the making of a dominant currency*, „NBER Working Paper” 2018, no. 24485.
- Gopinath G., Boz E., Casas C., Díez F.J., Gourinchas P.-O., Plagborg-Møller M., *Dominant currency paradigm*, „NBER Working Paper” 2018, no. 22943.
- Gorton G., *The history and economics of safe assets*, „NBER Working Paper” 2016, no. 22210.
- Gourinchas P.-O., *The fundamental structure of the international monetary system*, [w:] *Rules for international monetary stability. Past, present, and future*, eds. M.D. Bordo, J.B. Taylor, Hoover Institution Press, Stanford 2017.
- Gourinchas P.-O., Jeanne O., *Global safe assets*, „BIS Working Papers” 2012, no. 399.
- Gourinchas P.-O., Rey H., *From world banker to world venture capitalist: US external adjustment and the exorbitant privilege*, [w:] *G7 current account imbalances: sustainability and adjustment*, ed. R.H. Clarida, NBER, University of Chicago Press, Chicago 2007.
- Gourinchas P.-O., Rey H., *International financial adjustment*, „Journal of Political Economy” 2007, vol. 115, no. 4.
- Gourinchas P.-O., Rey H., *Real interest rates, imbalances and the curse of regional safe asset providers at the zero lower bound*, „CEPR Discussion Paper” 2016, no. 11503.
- Gourinchas P.-O., Rey H., Govillot N., *Exorbitant privilege and exorbitant duty*, „University of California Working Paper” 2017, [http://helenergy.eu/Content/\\_Documents/duty\\_23\\_10\\_2017.pdf](http://helenergy.eu/Content/_Documents/duty_23_10_2017.pdf) (dostęp: 28.08.2020).
- Gourinchas P.-O., Rey H., Sauzet M., *The international monetary and financial system*, „NBER Working Paper” 2019, no. 25782.
- Gros D., *How to level the capital playing field in the game with China*, „CEPS Commentary”, Centre for European Policy Studies, September 2010.
- Habib M.M., Stracca L., Venditti F., *The fundamentals of safe assets*, „ECB Working Paper Series” 2020, no. 2355.

- He Z., Krishnamurthy A., Milbradt K., *What makes US government bonds safe assets?*, „American Economic Review” 2016, vol. 106, no. 5.
- Henning C.R., *Coordinating regional and multilateral financial institutions*, „Working Paper” 2011, no. 11-9, Peterson Institute for International Economic.
- Henning C.R., *Economic crisis and regional institutions*, „ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration” 2013, no. 81.
- Holmstrom B., *Understanding the role of debt in the financial system*, „BIS Working Paper” 2015, no. 479.
- Hufbauer G.C., *Patience and the currency wars*, National Interest, Peterson Institute for International Economics, October 2010.
- Ilzetzki E., Reinhart C.M., Rogoff K.S., *Why is the euro punching below its weight?*, „NBER Working Paper” 2020, no. 26760.
- International Monetary Fund, *Adequacy of the global financial safety net*, „IMF Policy Paper”, March 2016.
- International Monetary Fund, *External Sector Report 2014*, „IMF Policy Papers” 2014.
- International Monetary Fund, *External Sector Report 2016*, „IMF Policy Papers” 2016.
- International Monetary Fund, *External Sector Report 2017*, „IMF Policy Papers” 2017.
- International Monetary Fund, *Legacies, cloud, uncertainties*, „World Economic Outlook”, October 2014.
- International Monetary Fund, *Recent experiences in managing capital inflows – cross-cutting themes and possible policy framework*, „IMF Policy Papers”, February 2011.
- International Monetary Fund, *Republic of Korea: 2011 Article IV Consultation: Staff Report and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, „Country Report” 2011, no. 11/246.
- International Monetary Fund, *Safe assets: financial system cornerstone*, Global Financial Stability Report, April 2012.
- International Monetary Fund, *Strengthening the international monetary system: taking stock and looking ahead*, Washington DC, March 2011.
- International Monetary Fund, *The case for a general allocation of SDRs during the tenth basic period*, Finance, Legal and Strategy, Policy, and Review Departments, Washington DC, June 2011.
- International Monetary Fund, *The liberalization and management of capital flows: an institutional view*, [www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf) (dostęp: 30.08.2020).
- Jeanne O., Zettelmeyer J., *International bailouts, moral hazard and conditionality*, „Economic Policy” 2001, vol. 16, no. 33.
- Kacperczyk M.T., Perignon C., Vuillemeij G., *The private production of safe assets*, „CEPR Discussion Papers” 2017, no. DP12395.
- Kenen P.B., *Renovation of the global reserve regime: concepts and proposals*, „CEPS Working Paper” 2010, no. 208, Center for Economic Policy Studies, Princeton University.
- Kenen P.B., *The analytics of a substitution account*, „Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review” 1981, no. 139.
- King M., *World trade and exchange rates: from the Pax Americana to Multilateral New Order*, Stavros Niarchos Foundation Lectures, Peterson Institute of International Economics, May 2017.
- Kregel J., *An alternative perspective on global imbalances and international reserve currencies*, „Public Policy Brief” 2010, no. 116, Levy Economics Institute of Bard College.

- Lago I., Duttagupta R., Goyal R., *The debate on the international monetary system*, „IMF Staff Position Note” 2009, SPN/09/26.
- Landau J.-P., *Global liquidity: public and private*, „Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole” 2013, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Landau J.-P., *International lender of last resort: some thoughts for the 21<sup>st</sup> century*, [w:] *Re-thinking the lender of last resort*, „BIS Papers” 2014, no. 79.
- Lee J., *Will the renminbi emerge as an international currency?*, „World Economy” 2014, vol. 37, no. 1.
- Lutkowski K., *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, „Ekonomista” 2006, nr 4.
- Maggiore M., Neiman B., Schreger J., *International currencies and capital allocation*, „NBER Working Paper” 2018, no. 24673.
- Mattoo A., Subramanian A., *Currency undervaluation and Sovereign Wealth Funds: a new role for the World Trade Organization*, „Working Paper” 2008, no. 08-2, Peterson Institute for International Economics.
- McCauley R.N., Jiang G., *Treasury yields and foreign official holdings of US bonds*, „BIS Quarterly Review” 2014, March.
- Miranda-Agrippino S., Rey H., *US monetary policy and the global financial cycle*, „NBER Working Paper” 2015, no. 21722.
- Mundell R.A., *Financial crises and the International Monetary System*, Columbia University 2009, [www.normangirvan.info/wp-content/uploads/2009/03/mundell.pdf](http://www.normangirvan.info/wp-content/uploads/2009/03/mundell.pdf) (dostęp: 12.06.2015).
- Mundell R.A., Clesse A., *The euro area as a stabilizer in the international economic system*, Kluwer Academic Publishers, New York 2000.
- Obstfeld M., *Commentary: the once and future global imbalances? Interpreting the post-crisis record*, Jackson Hole Symposium 2017, <https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2017/2017obstfeld.pdf?la=en> (dostęp: 28.08.2020).
- Obstfeld M., *Does the current account still matter?*, „NBER Working Paper” 2012, no. 17877.
- Obstfeld M., *The international monetary system: living with asymmetry*, „NBER Working Paper” 2011, no. 17641.
- Obstfeld M., *The SDR as an international reserve asset: what future?*, „Rapid Response” 2011, no. 11/0885, International Growth Centre.
- Obstfeld M., Taylor A., *International monetary relations: taking finance seriously*, „Journal of Economic Perspectives”, vol. 31, no. 3.
- Obstfeld M., Shambaugh J.C., Taylor A.M., *Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008*, „NBER Working Paper” 2009, no. 14826.
- Obstfeld M., Shambaugh J.C., Taylor A.M., *The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility*, „The Review of Economics and Statistics” 2005, vol. 87, no. 3.
- Ocampo J., *Resetting the international monetary (non)system*, Oxford University Press, New York 2017.
- Ostry J.D., Ghosh A.R., *Obstacles to international policy coordination, and how to overcome them*, „IMF Staff Discussion Note” 2013, SDN/13/11.
- Ostry J.D., Ghosh A.R., Hebermeier K., Chamon M., Qureshi M.S., Reinhardt D.B.S., *Capital inflows: the role of controls*, „IMF Staff Position Note” 2010, SPN 10/04.

- Ozawa T., *Borrowed growth: current-account deficit-based development finance*, [w:] *Globalisation and economic and financial instability*, eds. H.P. Gray, J.R. Dilyard, Edward Elgar Reference Collection, 2005.
- Palais-Royal Initiative, *Reform of the international monetary system: a cooperative approach for the twenty first century*, February 2011.
- Papi L., Presbitero A., Zazzaro A., *IMF lending and banking crisis*, „IMF Working Paper” 2015, no. 19.
- Pettis M., *The great rebalancing: trade, conflict, and the perilous road ahead for the world economy*, Princeton University Press, Princeton 2013.
- Prasad E.S., *Has the dollar lost ground as the dominant international currency?*, „Global Economy and Development at Brookings”, September 2019.
- Prasad E.S., *Role reversal in global finance*, „Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole” 2011, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Reinhart C., Reinhart V., *Is a G-3 target zone on target for emerging markets?*, „Finance and Development” 2002, vol. 39, no. 1.
- Rey H., *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence*, „NBER Working Paper Series” 2015, no. 21162.
- Rey H., *International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian Trilemma*, „IMF Economic Review” 2016, vol. 64, no. 1.
- Saccomanni F., *Managing international financial instability. National tamers versus global tigers*, E. Elgar, Cheltenham–Northampton 2008.
- Sakakibara E., *Asian cooperation and the end of Pax Americana*, [w:] *Financial stability and growth in emerging economies*, eds. J. Teunissen, M. Teunissen, Fondad, The Hague 2003.
- Scheubel B., Stracca L., *What do we know about the global financial safety net? Rationale, data and possible evolution*, „ECB Occasional Paper Series” 2016, no. 177.
- Schuknecht L., *The supply of „safe” assets and fiscal policy*, „CFS Working Paper” 2016, no. 532.
- Sierra J., *International capital flows and bond risk premia*, „Bank of Canada Working Paper” 2010, no. 2010-14.
- Skopiec D.A., *Rola specjalnych praw ciągnięcia we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym*, „Gospodarka Narodowa” 2015, no. 5, vol. 279.
- Stawasz-Grabowska E., *Pożyczkodawca ostatniej instancji w strefie euro. Nowa rola Europejskiego Banku Centralnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2018.
- Stiglitz J., *Making globalization work*, W.W. Norton and Company, New York 2006.
- Steiner A., *Reserve accumulation and financial crises: from individual protection to systemic risk*, University of Osnabrueck, March 2012.
- Summers L.H., *Have we entered an age of secular stagnation?*, „IMF Economic Review” 2015, vol. 63, no. 1.
- Teunissen J.J., Akkerman A., *Global imbalances and the US debt problem*, Fondad, The Hague 2006.
- Tovar C.E., Nor T., *Reserve currency blocs: a changing international monetary system?*, „IMF Working Paper” 2018, no. 18/20.
- Truman E. (2013), *Enhancing the global financial safety net through central bank cooperation*, <https://voxeu.org/article/enhancing-global-financial-safety-net-through-central-bank-cooperation> (dostęp: 30.08.2020).

- Twarowska K., *Rola SDR w perspektywie zmian zasad funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2018, vol. 335, nr 3.
- United Nations, *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System* (Stiglitz Commission), September 2009, New York.
- United Nations, *Trade and Development Report. Making the international architecture work for development*, New York and Geneva 2015.
- Warnock F.E., *How dangerous is U.S. government debt? The risks of a sudden spike in U.S. interest rates*, Capital Flows Quarterly, Council on Foreign Relations, June 2010.
- Williamson J., *Getting surplus countries to adjust*, „Policy Brief” 2011, no. 11-1, Peterson Institute for International Economics.
- Xiaochuan Z., *Reform of the international monetary system*, People’s Bank of China 2009, [www.china.org.cn/business/news/2009-03/24/content\\_17490662.htm](http://www.china.org.cn/business/news/2009-03/24/content_17490662.htm) (dostęp: 30.08.2020).
- Zoellick R., *The G-20 must look beyond Bretton Woods*, „Financial Times”, 7.11.2010.

## Inne

- Balls E., *Preventing financial crisis: the case from independent IMF surveillance*, remarks made at the Institute for International Economics, March 2003.
- Bergsten C.F., *A proposed strategy to correct the Chinese exchange rate*, testimony before the hearing on the Treasury Department’s Report on International Economics and Exchange Rate Policies, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, September 2010.
- Borio C., *More pluralism, more stability?*, presentation presented at the 7th high-level SNB-IMF Conference on the International Monetary System, May 2016.
- Camdessus M., *International financial and monetary stability: a global public good?*, remarks at the IMF/Research Conference „Key issues in reform of the international monetary and financial system”, May 1999.
- Carney M., *The growing challenges for monetary policy in the current international monetary and financial system*, speech given at the Jackson Hole Symposium, August 2019.
- Gourinchas P.-O., Rey H., *Global real rates: a secular approach*, paper presented at the conference „Do changes in the economic landscape require a new policy framework?”, Federal Reserve Bank of San Francisco, April 2017, [www.frbsf.org/economic-research/events/2017/april/do-changes-in-the-economic-landscape-require-a-new-policy-framework/](http://www.frbsf.org/economic-research/events/2017/april/do-changes-in-the-economic-landscape-require-a-new-policy-framework/) (dostęp: 28.08.2020).
- Landau J.-P., *Some thoughts on the international monetary system*, article presented at the „G20 Workshop on the Global Economy – causes of the crisis: key lessons”, May 2009.
- Obstfeld M., *Trilemmas and Tradeoffs. Living with financial globalization*, presentation at the 17th Annual Conference of the Central Bank of Chile „Global liquidity, spillovers to emerging markets, and policy responses”, November 2013.
- Villero de Galhau F., *External imbalances – challenges and policy responses*, speech at the „Financial Globalisation” conference, Central Bank of Ireland Symposium, February 2018.



# Spis rysunków

Rysunek 1. Wzrastający poziom rezerw walutowych w stosunku do PKB	35
Rysunek 2. Nierównowagi globalne – bilanse CA (jako % światowego PKB)	44
Rysunek 3. Nierównowagi globalne – pozycje inwestycyjne netto (jako % PKB)	45
Rysunek 4. Dominacja USD w funkcjach waluty międzynarodowej	60
Rysunek 5. Struktura rezerw walutowych ( <i>allocated reserves</i> ), 2019	62
Rysunek 6. Zmiany w złożonym wskaźniku internacjonalizacji RMB	65
Rysunek 7. Rezerwy walutowe oraz GFSN z wyłączeniem rezerw (jako % globalnego PKB)	93
Rysunek 8. Komponenty GFSN (w mld USD)	93
Rysunek 9. Siatka porozumień swapowych	105
Rysunek 10. Potencjalne działania reformujące msw (poprzez zmniejszenie popytu na rezerwy i dywersyfikację podaży rezerw)	147





# Spis tabel

Tabela 1. Elementy międzynarodowego systemu walutowego i finansowego w okresie Bretton Woods i współcześnie	14
Tabela 2. Myśl ekonomiczna dotycząca kształtowania msw – najistotniejsze poglądy w ujęciu chronologicznym	20
Tabela 3. Asymetria w zmianie wartości aktywów na skutek dewaluacji waluty krajowej	25
Tabela 4. Międzynarodowy cykl zadłużenia kraju	29
Tabela 5. Długoterminowe papiery wartościowe USA będące w posiadaniu podmiotów zagranicznych	37
Tabela 6. Funkcje pieniądza międzynarodowego	56
Tabela 7. Efekty zredukowanej internacjonalizacji USD	57
Tabela 8. Korzyści i koszty internacjonalizacji waluty – ujęcie tradycyjne	58
Tabela 9. Korzyści i koszty internacjonalizacji waluty – modyfikacja podejścia	59
Tabela 10. Udział USD i EUR w globalnych rezerwach walutowych (w %)	61
Tabela 11. Alokacje SDR z uwzględnieniem poziomu rozwoju krajów (w mln SDR)	67
Tabela 12. Podstawowe cechy elementów GFSN	91

